

2011年度（3月修了）

早稲田大学大学院商学研究科

専 門 職 学 位 論 文

題 目

企業財務戦略における負債時価評価の利用可能性について

プロジェクト研究 コーポレート・ファイナンス

指導教員 岩村 充

学籍番号 35102741-0

氏 名 成田 陽祐

企業財務戦略における負債時価評価の 利用可能性について

2012 年 3 月

早稲田大学大学院 商学研究科

ビジネス専攻 MBA夜間主プログラム

コーポレート・ファイナンス モジュール

成田 陽祐

概要書

本稿は、企業財務戦略における負債時価評価の利用可能性について、株式会社東芝での事象を軸足に置きながら言及した内容になる。第1章では、自身が東芝での経験を通じて抱いた問題意識を紹介した内容であり、負債時価評価を題材として取り上げた理由・背景について紹介している。第2章では、東芝の歴史について纏め上げた内容になり、創業者である田中久重と藤岡市助の生い立ちや数々の功績を紹介すると同時に、東芝の原点でもある探求と情熱のDNAに焦点を当てている。東芝が今必要なのは探求と情熱を想起させるような事業活動の連続的な実現であり、その原点たる東芝のスピリットを再認識する為にも過去の歴史を取り上げてみた。

第3章では、東芝の現代史と喜怒哀楽をテーマにリーマンショック前後の激動を纏めた内容になる。リーマンショック以前は2006年のWestinghouse社買収を中心に攻めの経営に進んでいた東芝ではあるが、リーマンショック後は手許流動性危機と守りの経営へのシフトチェンジにより東芝の事業活動は縮小傾向に進んでいった。全ての困難と混乱をリーマンショックが原因であると短絡的に理解するのではなく、リーマンショック前後に係る東芝での意思決定の連続を見つめ直すことにより、東芝にとっての真の問題点は何だったのかを認識するのが第3章の狙いである。

第4章では、プロシクリカルレバレッジとコーポレートガバナンスについて言及しており、プロシクリカルレバレッジについてはニューヨーク連銀のシニア・エコノミストのトビアス・エイドリアンとプリンストン大学のヒュン・ソン・シン教授が行った「流動性と金融サイクル：Liquidity and Financial Cycles」という発表を紹介している。金融機関における資産価値の上下動がバランスシートのboom&burstを生んでいるというのが、プロシクリカルレバレッジの語源になるのだが、東芝を代表する一般事業会社の財務・事業活動にとっても非常に参考となる内容である。そして、コーポレートガバナンスについては、委員会設置会社としての東芝の成り立ちを紹介しており、リスクモニタリング機能の強化とビルトインスタビライザー構築をキーワードとして発信している。

第5章では、負債時価評価に係る議論の整流化として、負債時価評価に係る様々な意見を紹介している。負債時価評価への肯定的意見から否定的意見まで様々な内容をニュートラルな立場から纏め上げた内容になっている。直観的かつ情緒的な理解から否定意見が多い負債時価評価ではあるが、その中身を深く掘り下げていくと、問題の真相は負債時価評価自体の是非ではなく、現代会計の退化と進化のシクリカルプロセスから生じる財務表現手法の議論であると判断できる。すなわち、会計情報における現代の財務表現手法において、負債時価評価をどのように表現するのかという表現方法について様々な議論が取り交わされているのである。従って、第5章で理解すべき事は、負債時価評価というのはそのもの自体に否定的な意見は存在せず、負債時価評価を現代の会計情報に落とし込むプロセ

スにおいて賛否両論が存在しているという実態である。

第6章では、負債時価評価の利用可能性として、負債時価評価の適用と非適用、信用状況の楽観シナリオと悲観シナリオ、シンプルなケースを前提として東芝のバランスシートの変動を観察してみた。自己資本比率、D/E レシオ、WACC の3種における変動を観察しながら、東芝の意思決定にどのような影響を及ぼすのかを定義したのが第6章である。負債時価評価は単なる「不況時の益増し効果」を期待するものではなく、財務活動や事業活動における意思決定から極端さを取り除いたうえで適切な判断をもたらすリスクモニタリング機能強化を実現してくれるものである。第5章で東芝のコーポレートガバナンスについて言及したが、社外取締役や社外監査役は現実問題として東芝の手許流動性危機を回避する手段には成り得なかった。負債時価評価非適用下による定量的判断では自社のリスクを見誤る可能性があり、その定量的判断を負債時価評価によって先鋭化することによりリスクモニタリング機能強化とそれによるビルトインスタビライザー実現に繋がるというのが第6章にて最も伝えたい内容になる。

第7章では、本稿の結びとして自身の想いを綴った内容になるが、本稿が真に伝えたいのは自身が抱く東芝への感謝の気持ちであり、東芝が再び世界を脅かす原動力になって欲しいという期待である。企業財務は直接的にモノづくりをサポートすることはできないが、東芝の意思決定の連続に刺激を与えることは可能である。自分は東芝を良い方向に導く手段として、企業財務の立場から負債時価評価の利用可能性を主張したのであり、東芝財務部の現場にて様々な事象を経験した企業財務担当者が腐心のうえに導きだしたひとつの結論でもある。

負債時価評価は遠い未来の話ではなく、いまの東芝が探求と情熱のDNAを刺激する為の企業財務活動手段のひとつであることを自身は強く伝えたい。手数を増やし意思決定の稼働区域をひろげることが東芝における明日の成功を生みだす原動力になるはずである。本稿を通じて、東芝のみならず一般事業会社の企業財務担当者に新しい示唆が生まれることを自身は期待したい。

目次

第1章	はじめに	1
第2章	東芝モノづくりの起源	3
第1節	東芝モノづくり DNA の始まり	3
第2節	「電気の父」藤岡市助の情熱が灯した文明開化とゆたかな暮らし	6
第3節	その後に続く東芝の発明と現代史への移行	9
第3章	東芝の現代史と喜怒哀楽	13
第1節	Westinghouse Buyout に代表される「暴れ馬の胎動」	13
第2節	東芝が起こした CDS 爆発とデフォルト危機	21
第3節	東芝デフォルト危機における影の主役	28
第4節	東芝が直面している「ひきこもり現象」	43
第4章	プロシクリカルレバレッジとコーポレートガバナンス	48
第1節	自分史から見た東芝の重心	48
第2節	プロシクリカルレバレッジのメカニズム	55
第5章	負債時価評価に係る議論の整流化	60
第1節	負債時価評価とは何か	60
第2節	負債時価評価を容認する意見	62
第3節	負債時価評価に対しての指摘	65
第4節	自己創設のれんに関する指摘	69
第5節	資本の時価評価	73
第6節	負債時価評価の議論は何を指しているのか	75
第6章	負債時価評価の利用可能性	77
第1節	負債時価評価が自己資本比率と D/E レシオに与える影響	77
第2節	負債時価評価が WACC に与える影響	80
第3節	負債時価評価がもたらすビルトインスタビライザーの構築	85
第7章	おわりに	86

第1章 はじめに

本稿は、リーマンショックから派生した急激な外部環境変化を経験した日本企業が、今後の企業財務戦略を再考するうえでインセンティブと成り得る一提案を示したものである。本稿における話題の中心は自身の勤務先である東芝になるのだが、本邦大企業のなかで考えると、東芝はリーマンショックから派生した外部環境変化を直接に受けた数少ない大企業の一つであったと自身は感じている。

自身は2003年10月に東芝に入社し、約8年弱を財務部資金担当で過ごしてきた。担当した業務内容は多岐に渡り、資金調達業務は勿論のこと、連結資金収支管理やアセットファイナンス、そして為替オペレーション・デリバティブ業務の取り纏めなどになる。周知の通り、リーマンショックが発生する前の2007年までの時期は多くの日本企業が「失われた10年」からの脱却を確信し始めていた。堅調な株価推移と良好な為替水準が日本企業の確信を後押ししていた環境下で、自分自身は企業金融に係る様々な知見を得ることが出来たと感じている。

リーマンショックが起きてから東芝を含めた日本企業に何が起きたかと言うのは今更説明することではないが、事実、東芝はリーマンショックを契機とした未曾有の手許流動性危機を経験することになる。そして、そこから得られた教訓は通常では理解し得ない貴重なものであったと感じている。リーマンショック後における東芝の純資産は営業損益の急激悪化と包括損益に係る時価評価影響によって著しく減少していたのだが、通常であれば既存株主から圧力を受けるのかと思いきや、現実には金融機関との度重なる調整であったと自身は記憶している。それは一般の教科書や参考書では語られることのない、企業財務前線の経験則からくる真実と言っても過言ではない。

本稿にて負債時価評価に焦点を当てたのは、現代会計から派生する財務的表現手法から生み出される企業経営の意志決定やコーポレートガバナンスのリスクモニタリング機能に対して問題意識を抱いたところから始まる。リーマンショックを振り返ると、急激な円高進行と株価急落が同時発生し、金融危機沈静化を目的とした一連の金融緩和策が世界的な低金利環境を生み出したものと一般には理解されている。後述にて詳しく説明するが、それら「円高」「株安」「低金利」というのは東芝の純資産を減少させる要因になり、同時に東芝の信用力を棄損することにも繋がってくる。現代会計では、外部環境変化が資産価値に与える影響のすべてを純資産に集約させる財務的表現手法を用いる。言い換えれば、現代会計における財務的表現手法では、外部環境や企業の信用状態にどのような変化が起きようと負債に時価評価は発生しないことを意味する。そして、企業財務や経営企画の現場では、時価評価されていない負債をWACCやD/Eレシオの計算に組み込ませ、様々な意志決定を日々生み出している。

現代会計の財務的表現上では負債が簿価で計上され続けるにもかかわらず、リーマンシ

ショックを契機とした一連の企業財務活動においては、Debt Investment の代表格である金融機関との度重なる調整が企業財務の現場で発生していたというのが事実である。外部環境変化から派生する企業の信用悪化が負債価値を減少させているのであり、金融機関が東芝を含めた多数の日本企業に求めているのは、個々の信用力に見合った金利変更とそれによるリファイナンスであったと考えられる。交渉ゲームの展開を企業側へ仕掛けに来たのが金融機関であり、その対応に苦悩していたのが企業財務の前線であったとも言い換えられる。

企業財務戦略に負債時価評価を組み入れる一番の目的は、前線が感じ取る事実と現代会計が持つ財務的表現手法の間に存在する齟齬を解消し、より効果的な経営決定や付加価値創出を企業財務面からサポートする為である。現状において八方塞がりとなっている企業財務戦略に「負債価値の可視化」という新しい概念を組み入れれば、財務戦略の選択肢増加および先見的な視野拡大に繋がると自身は考えている。

本稿では最初に東芝の歴史・生い立ちを取り上げている。企業金融活動の源流は企業による経済活動を突き動かす意思決定メカニズムであり、現代ではコーポレートガバナンスとも呼ばれている。そのコーポレートガバナンスの特徴を深く考えていくと、最終的に行き着くのはやはり会社が持つ歴史観である。東芝の DNA は探求と情熱であり、その DNA を覚醒させるために築かれたのが東芝のコーポレートガバナンスである。リーマンショックから始まる紆余曲折のなかで東芝の DNA は光を失い始めていると自分は感じており、企業金融の視点から「東芝らしさ」を取り戻す一助を見出すために負債時価評価というのをひとつの結論として自分は定義したい。

第2章 東芝モノづくりの起源

第1節 東芝モノづくり DNA の始まり

東芝の創立は1875年7月1日になり、創業者は「日本モノづくり DNA の祖」の田中久重である。源流は文明開化のシンボルである銀座煉瓦町に開店された1軒の店舗兼工場住居であり、住居も兼ねた2階建て建坪25坪のささやかなものであった。店頭には「あらゆる機械の考案を、お受けいたします」という看板が掲げられ、発明の依頼に訪れる人が絶えなかった。昼間は久重が抱える10数人の弟子たちが働き、旋盤・揚水車・風車・木綿系取機などの機械類から国から受注した電信機まで幅広くモノづくりを手掛けていた。

創立から6年後の1881年11月に久重が他界すると、養子の田中大吉が跡を継ぐことになった。翌年11月、大吉は芝浦にて約1万平方メートル・従業員数約200名の大工場「田中製造所」を建設し、事業拡大に拍車を掛けた。1893年には「芝浦製作所」と改称して事業を電気工業に絞り、日本エレクトロニクス産業の礎を築くことになる。1939年には東京電機と合併し、東京芝浦電気が誕生。1984年には通称である「東芝」を正式な社名とし、現在に至っている。

図表 2-1 創業当時（現在の中央区銀座6丁目）の工場と田中久重



（出所： 同社 HP「TOSHIBA SPIRIT」より抜粋）

東芝の創業者である田中久重は、1799年9月18日、久留米城下（現在の福岡県久留米市）のべっこう職人の長男として生まれた。わずか8歳で発明やからくりの考案を打ち出すなど、幼い頃から天賦の才能を発揮し、久重少年は当時より発明工夫をもって天下に名

を挙げたいと考えるようになった。久重 21 歳のとき、地元でからくり人形を披露して何度か興業を重ねていくうちに「からくり儀右衛門（ぎえもん）」と呼ばれようになり、全国を興業して活躍するようになる。天保時代に入って風俗取り締まりが厳しくなると、久重のからくり興業ができなくなったため、久重は大阪に出て発明品を売り始める。1847 年に機巧堂（からくりどう）という店舗を構え、圧縮空気を利用した画期的な明るさの菜種油ランプ「無尽灯」などのヒット商品を生み出した。優れた技術者として頂点を極めた久重は、やがて和時計の最高傑作である万年自鳴鐘を生み出している。

図表 2-2 無尽灯（右）と万年自鳴鐘（左）



（出所： 同社 HP「TOSHIBA SPIRIT」より抜粋）

無尽灯は江戸末期にヒットした商品であり、仕事・読書・遊興など夜の過ごし方が多様化した時代にマッチした商品であったと言える。天保時代(1830 年～)に入り、各地で「藩政改革(藩財政の立て直し)」が行われるようになると、娯楽や贅沢品は取り締まりを受け、からくり興行も難しくなっていた。働き盛りの 30 代を迎えていた久重は家族とともに久留米を離れ、江戸期経済の中心地である大阪で勝負に出たのである。江戸末期に都市で産業が発達し、人々が夜も仕事や遊興をして過ごすようになると、灯火への需要は拡大し、より便利な照明器具が求められていた。そこで久重は船来の空気銃「リクトパレン(風砲)」の機構を応用し、粘り気の強い菜種油を空気圧ポンプで送り続ける無尽灯を完成させた。無尽灯の明るさはロウソクの約 10 倍であり、サイズも大小 7 種類を揃えて顧客の多様なニーズにも対応した。久重という人物はニーズを逃さない優れたマーケットターであったとも言えよう。

現在の東芝はノート PC・液晶テレビ・白物家電等のコンシューマービジネスに携わっている一方で原子力発電に代表されるパブリックビジネスも扱っている。そのパブリックビジネスの起源とも言えるのが 1800 年代半ばの幕末における海防政策である。1853(嘉永 6)

年にペリー提督率いる軍艦4隻が浦賀に来航、当時の日本は海上防衛の脆弱さをさらけ出した。諸外国の軍事的圧力への危機感が高まるなかで、日本は近代科学の幕開けを迎えるべく蒸気技術への挑戦を続けていた。佐賀へ移住した久重は蒸気機関や火薬の研究に積極投資をしていた精煉方の一員となり、火薬・蒸気船や蒸気車の雛形・電信機の実験・ガラス製造など次々と新しい技術に挑戦していた。精煉方では西洋の最新知識を確かめる時、最初のステップとして模型の製作を手掛けていた。物事を原理から理解するために、仮定から実証という順序を踏むスタイルは技術的に遥かに進んだ今日でも何ら変わることはない。

コンシューマービジネスに傾倒していた久重にとって、蒸気技術を主としたパブリックビジネスへの方向転換というのは技術的にも規模的にも大きな魅力があったに違いない。久重が生きた時代はまさに日本が旧体制を脱ぎ捨て近代化に突き進んでいった時代であり、久重が残した探求心と情熱こそが東芝モノづくりDNAの核となっているはずであろう。

図表 2-3 田中久重の生涯と東芝の誕生

久重の歩み	世界の歩み
1799 9月18日、久留米に生まれる	1765 ワット、蒸気機関を改良
1807 「開かずの硯箱」を作る	1804 ナポレオン 皇帝となる
1813 絵模様餅用の技法と機械を考案	1807 フルトン 蒸気船を発明
1820 五穀神社でからくり上演	1814 スティーヴンソン 蒸気機関車製作
1820 大阪・道頓堀でからくり興業	1825 日本 異国船打払令
1834 大阪に移住「懐中燈台」を製作	1837 モールス 電信機を発明
1837 京都・伏見に移住「無尽灯」を製作	1840 アヘン戦争
1847 「機巧堂(からくりどう)」の屋号で京都四条烏丸に開店	1841 天保の改革
1851 「万年時計(万年自鳴鐘)」製作	1853 ペリー 浦賀に来航
1853 佐賀藩精煉方に招かれる	1854 日米和親条約締結
1855 「蒸気車・蒸気船」の雛形を製作	1855 パリ万国博覧会
1863 「アームストロング砲(鉄製)」を製作	1861 南北戦争
1864 久留米藩製造所完成	1868 明治維新
1873 久留米から上京	1875 ベル 電話機を発明
1875 銀座煉瓦街に工場を創設(東芝の創業)	1879 エジソン 白熱電球発明
1878 「報時器」を製作 「電話機」を試作	1882 ダイムラー 自動車発明
1881 11月7日、田中久重死去	1903 ライト兄弟 初飛行
1890 藤岡市助、三吉正一 「白熱舎」(東京電機の前身)を創設	1927 リンドバーグ 大西洋横断飛行に成功
1939 芝浦製作所と東京電機が合併し「東京芝浦電気」となる	1964 東京オリンピック開催
1984 「株式会社東芝」に社名を変更	1969 アポロ11号 月面着陸に成功
	1981 スペースシャトル 打ち上げ成功

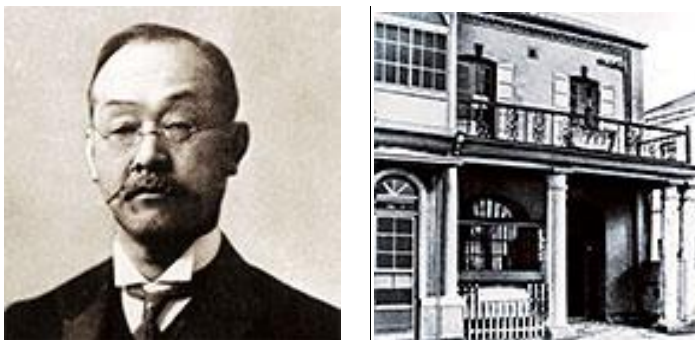
(出所： 同社 HP「TOSHIBA SPIRIT」より抜粋)

第2節 「電気の父」藤岡市助の情熱が灯した文明開化

1884年、日本の電気工学の草創期を支える若き研究者が、国の使節に任命されアメリカへ渡った。彼の名は藤岡市助、田中久重と並ぶもう一人の東芝創業者である。市助はアメリカ現地にてフィラデルフィア万国電気博覧会を訪れるなどして電気産業を視察したあと、彼はかのトーマス・エジソンの研究室を訪問している。市助はエジソンに対して、「日本に帰ったら電気事業の創設にわが身を捧げます」と語り、エジソンはその言葉に対して日本における電気器具の自給自足をアドバイスしたと言われている。

市助が訪米する以前の1878年、工部大学校(現在の東京大学工学部)の学生るとき、彼は日本初の電灯(アーク灯)点灯の助手を務めた。電気スパークの光を見て市助は電気がもたらす新時代の到来を予感していたに違いないだろう。市助がエジソンとの出会いを終えたのちは工部大学校教授となり、日本の電気工学を牽引していた。エジソンの発明した白熱電球をひと目見て、安全で使いやすい照明の普及を確信すると、帰国後は電球点灯のデモンストレーションを行い、国や経済界へ実用化を積極的に働きかけていった。1886年、市助の助言により東京電燈株式会社(東京電力の前身)が正式に開業、いよいよ日本でも電気時代が始まったのである。

図表 2-4 藤岡市助(左)と創業当時の白熱舎(右)



(出所： 同社 HP「TOSHIBA SPIRIT」より抜粋)

東京電燈株式会社が創立された1886年に市助は大学教授を辞し、同社の技師長へ転身する。自ら英国より電球製造機械を輸入して、白熱電球の試作を開始したのである。1890年には同じ岩国出身の三吉正一と共同で「白熱舎(現在の東京京橋檜屋町)」を創設し、本格的な電球製造に着手した。最初に製造した電球は約2時間しか点灯しなかったのだが、日夜苦労を重ねて改良を加えた結果、やがて輸入電球と同等の品質に向上させることに成功する。6年後には生産規模を日産280~290個まで拡大することが可能となり、1899年

に市助は社名を「東京電機」に変更した。しかし、当時の輸入電球の売価は 17 銭に対し、国産電球は製造原価 22 銭であり、経営は極めて厳しかったと想定できる。

市助が白熱舎の経営を支えている間に幾つかのプロジェクトにも参画していた。それは 1884 年の訪米時に手に入れた電車を自ら改良すべく新たに設計し直したのである、いわば現在におけるリバースエンジニアリングを実行していた。1890 年、市助を中心としたスタッフは第三回内国勸業博覧会の会場にレールを敷設し、公衆を乗せた電車を見事に動かすことに成功した。我が国最初の路面電車が走った瞬間だったのである。その後、市助は中国地方で初めてとなる岩国電気軌道株式会社の取締役社長に就任し、電車運行開始に尽力した。さらに現在の東海道新幹線にあたる「高速電気鉄道」のプランを練り、この分野の先覚者として挑戦し続けたのである。

図表 2-5 第三回内国勸業博覧会(1890 年)に出品した日本初の電車



(出所： 同社 HP「TOSHIBA SPIRIT」より抜粋)

市助は他にも、東京電燈創業のときに都内 5 発電所を設計・建設したのに始まり、地方都市の発電所建設にも数多くかかわった。日本最初の水力発電所建設も指導しており、現在の東芝におけるプラント建設の礎を築いている。1890 年には、浅草公園にオープンした日本初の超高層建築「凌雲閣(浅草 12 階)」に市助は日本初の電動式エレベーターを設置した。10 人乗りのかごが 2 基、12 階建ての建物の 1~8 階を往復していたが、行政の理解が得られず半年後には運転を差し止められてしまった。その他、電気鍍金(メッキ)の実用化を指導し、亜鉛の電気精錬を試みるなど、電気化学工業の発展にも貢献している。市助は研究と実業、2 つの分野で驚異的な行動力を発揮し、電気の普及という夢の大半を自らの手で成し遂げていった。

図表 2-6 大日本凌雲閣之図



(出所： 同社 HP「TOSHIBA SPIRIT」より抜粋)

そして迎えた 1904 年、日露戦争のため輸入が減り始めるとようやく国産電球が売れ始め、東京電機は苦しい経営状態を盛り返すチャンスが到来した。市助は将来の発展のために大胆な決断を下し、それはかのゼネラルエレクトリックとの提携だった。エジソンの大会社との契約が翌年に成立すると、東京電機は最新技術を導入して息を吹き返し始めた。1911 年、タングステン電球「マツダランプ」を発売、安価で丈夫な国産電球が広く普及し、市助が理想とした電気器具の自給自足が実現していった。ちなみにマツダランプの名前はゾロアスター教の主神(光の神)であり、光明・真実・清純の世をつくるという「アウラ・マツダ」に由来するものである。

図表 2-7 マツダランプ



(出所： 同社 HP「TOSHIBA SPIRIT」より抜粋)

1908 年、多摩川から程近い広大な土地で、川崎工場が操業を始め生産力は飛躍的に拡大した。その 9 年後には研究所を設けるなど、東京電機は海外企業に負けない競争力を持つ会社へ変貌したのである。そして 1939 年、田中久重の創設した重電機製造の芝浦製作所と合併、総合電機メーカーの東京芝浦電気が誕生する。

図表 2－8 藤岡市助の生涯と東芝の起源

藤岡市助の生涯と東芝の起源	
1857	3月14日 岩国藩士の長男として誕生
1875	工部省工学寮(東京大学工学部の前身)に入学
1878	エアトン教授の指導の下、日本で初めてアーク灯を点灯
1884	アメリカへ視察旅行、エジソンと出会う
1886	東京電燈(東京電力の前身)技師長に招聘される
1890	合資会社白熱舎を三吉正一と共同で創設し 白熱電球の本格的な製造に着手
	第三回内国勸業博覧会において日本初の電車運転 凌雲閣(浅草12階)に市助設計による日本初のエレベーター設置
1895	市助の指導により日本初の電気鉄道、京都電気鉄道が開通
1896	白熱舎を東京白熱電灯球製造株式会社に改め、白熱電球生産を拡大
1899	東京電気株式会社に社名変更
1905	東京電気とゼネラルエレクトリックの提携成立
1906	国際電気標準会議(IEC)第1回ロンドン総会に日本代表として出席
1918	3月5日 死去
1939	芝浦製作所と東京電機が合併し「東京芝浦電気」となる
1984	「株式会社東芝」に社名を変更

(出所： 同社 HP「TOSHIBA SPIRIT」より抜粋)

第3節 その後に続く東芝の発明と現代史への移行

田中久重と藤岡市助が残したDNAはその後の東芝における様々な発明に繋がっていった。1930年には、我が国初の電気洗濯機および電気冷蔵庫を完成し、世の中の生活様式を劇的に変化させた。

図表 2－9 電気洗濯機(左)と電気冷蔵庫(右)



(出所： 同社 HP「歴史と沿革」より抜粋)

1963 年には我が国初の原子力用タービン発電機を完成させ、1978 年には我が国初の日本語ワードプロセッサを製品化させたのである。現代の日本人が当たり前のように接している電気機器の起源は東芝のモノづくり DNA より発信されたものである。上記以外にも、我が国初のトランジスタ式テレビや電子レンジを開発したのも東芝なのである。今となっては当たり前の存在になった多くの電気機器が東芝によって開発・製品化されたことを考えると、田中久重と藤岡市助が後世に残した DNA というのはまさに偉大である。

図表 2-10 12,500 k w 原子力用タービン発電機(左)と日本語ワードプロセッサ(右)

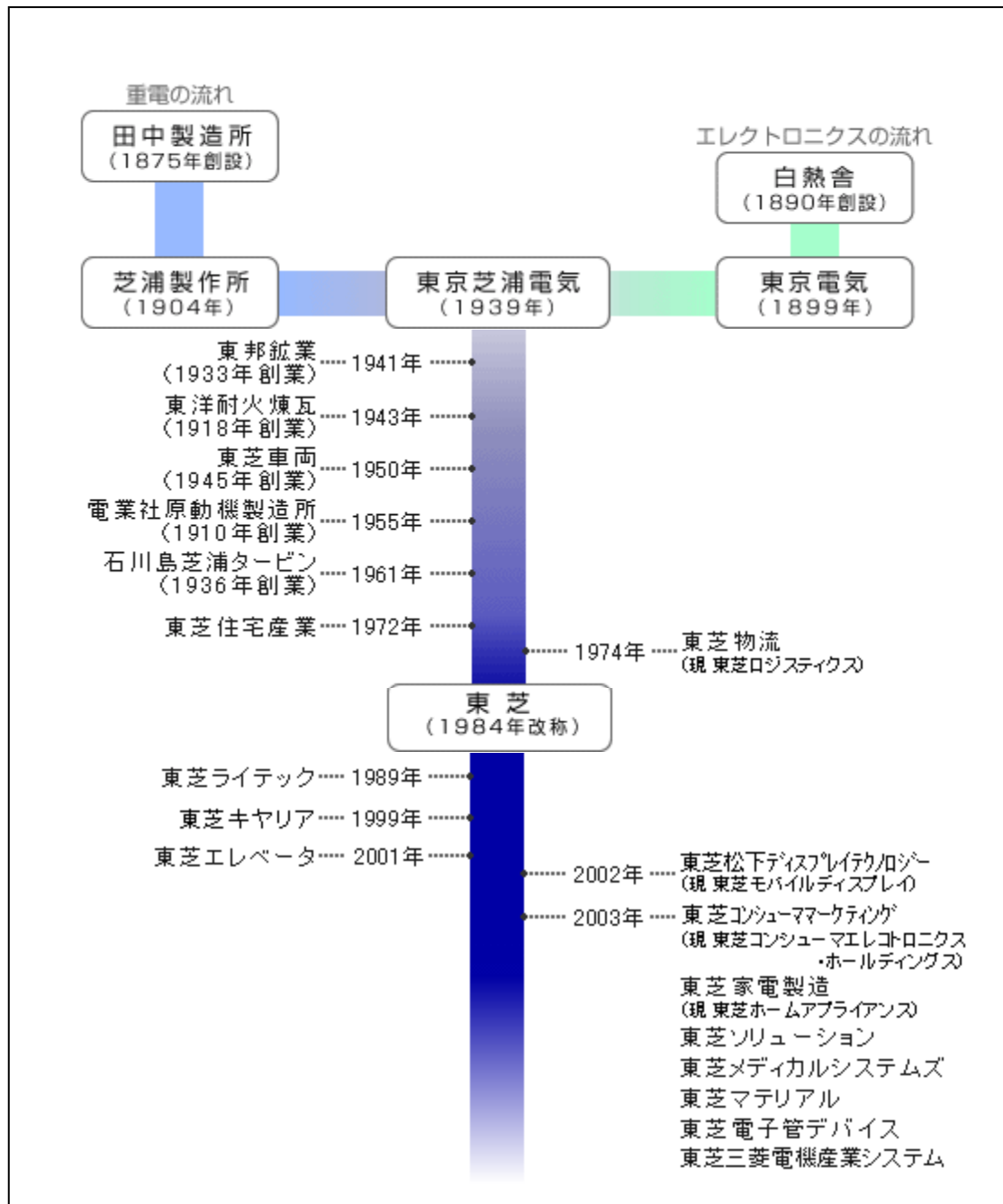


(出所： 同社 HP「歴史と沿革」より抜粋)

東芝の歴史とは一言で表現すればまさに振れ幅の大きい振り子であり、その大きい振れから生まれるエネルギーが暴れ馬たる東芝の探求と情熱の DNA を支えていると自分は真に感じている。良い意味でも悪い意味でも「やんちゃ」であり、そこから生まれる数々の技術革新が人々を魅了したに違いない。東芝の歴史を振り返る限り、そこには財務状態に対する懸念というのは殆ど出てこない。推測するに、東芝の技術革新へのあくなき情熱とそこから生まれる数々の変化が三井グループを始めとする数々の投資家からの資金提供を生んだに違いない。「投資」としての Debt の存在が東芝をはじめとする本邦製造業を支え続けてきたとも言える。今でも投資を目的とした Debt 受け入れの打診は東芝にあるはずだが、日本における Debt とは企業価値を上昇させる投資機会の一つとして捉えられるよりはむしろ、「減少させるもの・なくすもの」として投資機会の妙味を失いかけている。

過去の歴史を紐解けば、東芝という会社はやはり面白い会社であり、世の中の想像を超えるような発明・開発を実現できる数少ない会社のひとつでもある。だからこそ失っていないのは、前を進み続ける姿勢であり、またそこに資金提供を積極的に行おうとする投資家が存在すれば、彼らの力を有効に使う考えを持ち合わせる必要がある。久重と市助の残した DNA の火をより強く灯すために、今こそ企業金融の新しい視座を取り入れる時であり、手数を失いかけている東芝の事業活動に一筋の光を与えなければならない。

図表 2-11 東芝の起源と現代史への移行



(出所： 同社 HP「歴史と沿革」より抜粋)

次章では、東芝の現代史について触れるが、先ず認識すべきは、リーマンショックを乗り越えた東芝の現在における動きが止まっている状況である。そうでなくても、東芝にかかわらず、日本のモノづくりメーカーは生活様式を一変させるような革新的なモノを生み

出していない。田中久重や藤岡市助が当時の日本人達を驚かせたように、これからも東芝は世の中に驚きと革新を提供する使命があると自分は考えている。東芝の現代史は経済活動の喜怒哀楽を凝縮したようにも見えるが、東芝が再び「東芝らしさ」を取り戻す「きっかけ」を見出すためにも近年に起きた出来事を次章にて振り返りたいと思う。

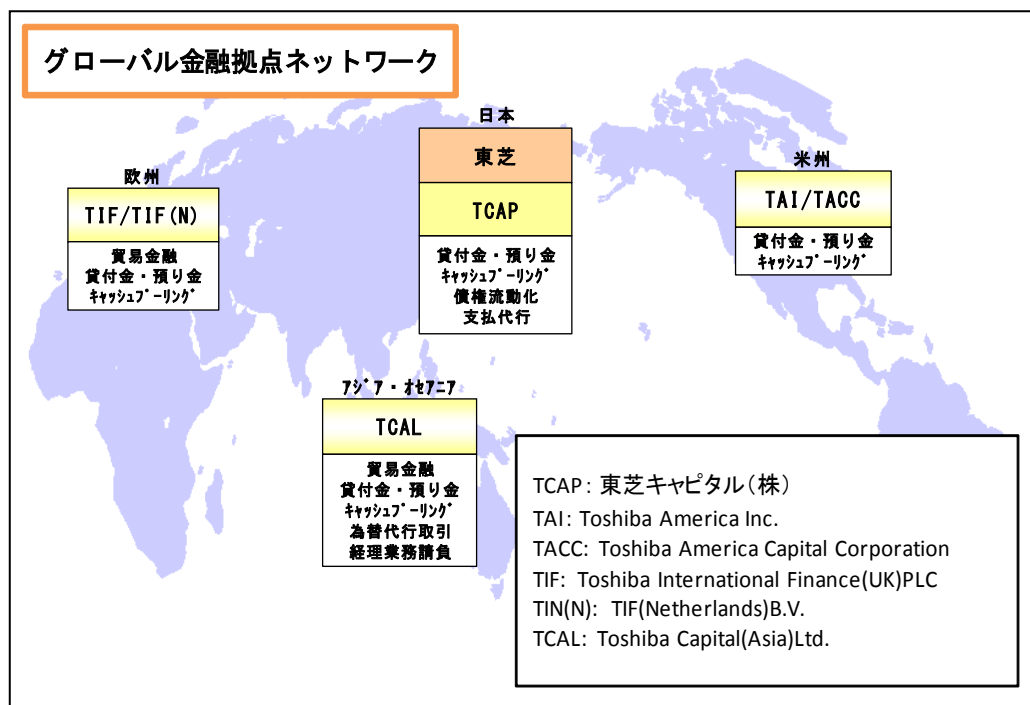
第3章 東芝の現代史と喜怒哀楽

第1節 Westinghouse Buyout に代表される「暴れ馬の胎動」

リーマンショックが発生する以前の2008年3月期までを振り返ると、東芝を象徴付ける財務活動は大きく2つあげられる。ひとつはグループCMS推進による有利子負債圧縮の加速化であり、もうひとつはWestinghouse（以下、WH社）の買収である。

グループCMSの推進とは、東芝の傘下関係会社における資金管理を金融子会社を集約し、グループ内の資金融通効率化を図ることで連結ベースの有利子負債残高を削減する財務活動を意味している。東芝はグループCMSの推進活動を他財務関連活動も含めて「グループファイナンス」と名義しており、グループファイナンスの徹底につき強制力を持って東芝グループに促したのは2004年3月からのことである。東芝はグローバル金融拠点ネットワークとして、ロンドン・ニューヨーク・シンガポールにそれぞれ金融拠点を設立し、各地域に財務部の分室とも云える金融機能を据え置くことにより、上記の有利子負債残高削減のみならず財務関連費用削減も実現している。

図表3-1 東芝のグローバル金融拠点ネットワーク

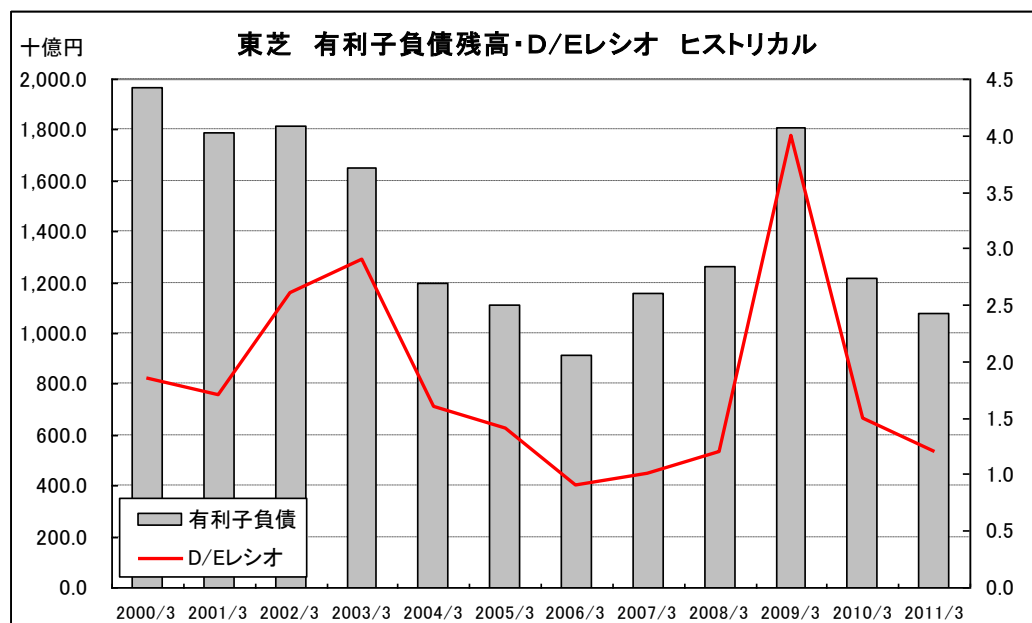


(出所：同社有価証券報告書より抜粋)

金融拠点の機能は、グループ会社との間で発生する貸付・預入から、地域毎の資金ポジションに応じて起債するミディアムタームノートを中心とした資金調達活動、グループ会社間の輸出入取引に準じた貿易金融サービスの提供、為替取引代行や債権流動化アレンジなど金融機関と同等のサービス提供能力を保有している。金融拠点が調達するミディアムタームノートには東芝からの債務保証が付与されており、金融拠点は親会社と同等のクレジットで資金調達が実行できるので、東芝の傘下関係会社は安心して金融拠点到財務関連活動を委ねることが出来るのである。

また、東芝のグループ CMS の特徴は「リージョナル制」を敷いていることである。すなわち、グローバル財務管理を米州・欧州・アジアオセアニアの3つに区分して、それぞれの地域で財務関連業務を自己完結できるよう促進していくことである。「リージョナル制」とは別に「グローバル制」と呼ばれる中央一元管理の考え方が CMS には存在するが、東芝はグローバル制を選択していない。各国間の資金決済に係る時差に始まり、通貨規制・資本取引規制など国によって事情が異なっていることを考慮すると、経済合理性だけで中央一元化に向かうというのは時期尚早というのが東芝の考え方である。

図表 3-2 東芝の有利子負債残高・D/E レシオ (00 年 3 月期～11 年 3 月期)



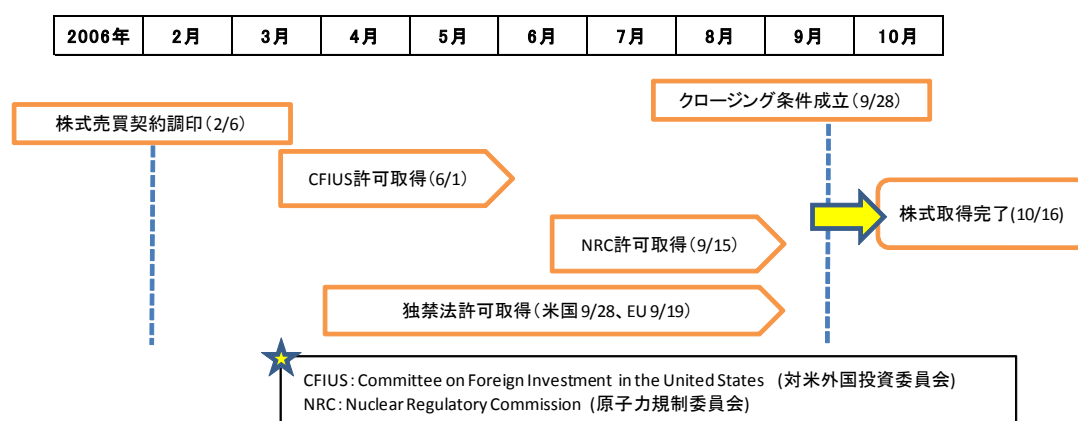
(出所：同社 HP 投資家情報(IR)より抜粋)

時間の経過と共にグループ CMS は東芝傘下関係会社に浸透し、2006 年 3 月期には連結有

利子負債残高を1兆円割れの9,175億円まで削減、D/E レシオについても100%割れの92%まで改善したのである。勿論、2006年3月期における東芝の有利子負債削減に寄与したのは言うまでもなく半導体事業を中心とした営業CFの改善に他ならないのだが、一時は2兆円規模まで膨れ上がった有利子負債を1兆円前後まで削減した原動力についてはグループCMSの推進が大きく寄与した部分もある。

2006年3月期に連結有利子負債が1兆円割れしたのは東芝としては歴史的快挙でもあり、長年において膨張した連結有利子負債に悩まされ続けた東芝にとっては次代の大勝負を打つうえで最高の発射台が仕上がったと考えられる。そして、その発射台の上に乗ったのがWH社の原子力事業の買収案件である。

図表3-3 東芝によるWH社株式取得までの経緯

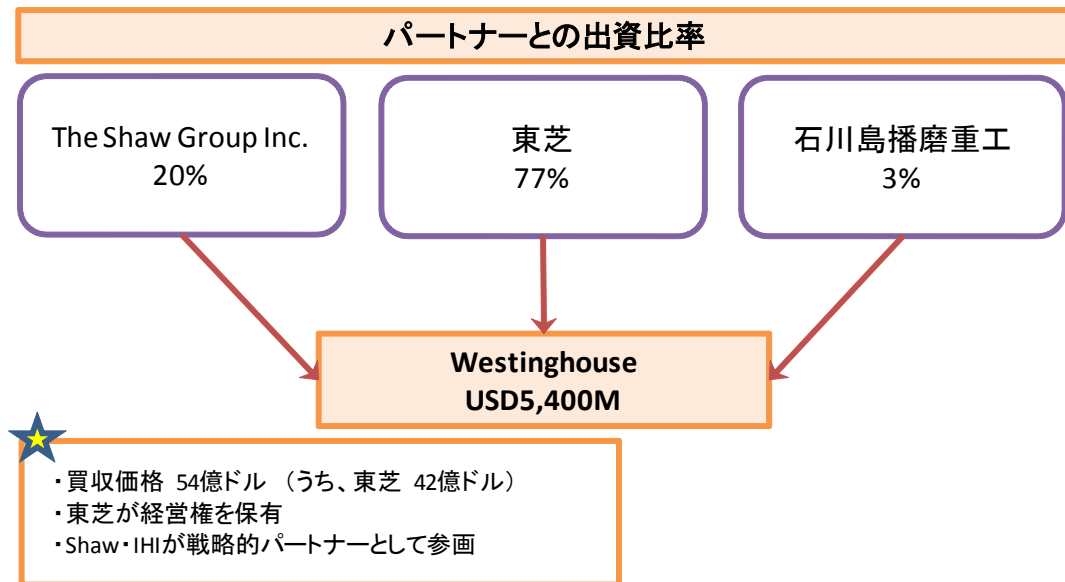


(出所：同社HPより抜粋)

東芝がWH社の原子力事業の買収を発表したのは2006年2月であり、国内の同業他社と入札を争った結果、結果として買収価格が高くなったと一部の市場関係者から指摘されたが、そのような指摘を押し切るぐらいの余裕と勢いが当時の東芝にはあった。買収価格の総額はUSD5,400Mであり、発表当時は他社からの共同出資を想定したうえで東芝の出資比率は51%と考えられていた。最終的には、商社を含めた数社が出資計画からドロップアウトすることになり、東芝の出資比率は77% (USD4,158M) まで膨れ上がったが、金額の多寡は問題としないくらいに東芝における原子力ビジネスへの意気込みは強く、特にWH社が保有していたPWR (Pressurized Water Reactor: 加圧水型原子炉) 事業については、BWR (Boiling Water Reactor: 沸騰水型原子炉) 事業の技術しか持ちえない当時の東芝にとって喉から手が出るほど欲しい技術であったと考えられる。BWR・PWR両炉型を推進する世界のリーディングカンパニーとなることが今にも続く目標であり、東芝にとってWH社買

収の買収プレミアム増加は当初より想定の範囲内であったと言えよう。

図表 3-4 東芝の WH 社買収におけるパートナーとの出資比率



（出所：同社 HP より抜粋）

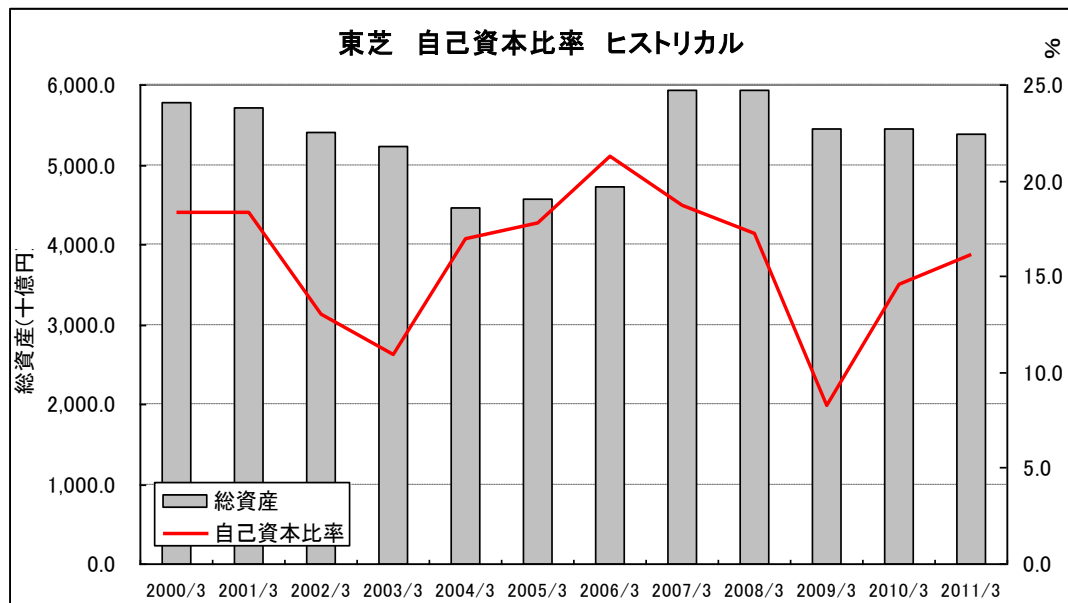
WH 社の買収にあたり、USD4,000M 以上の資金を集めるためにはデットとエクイティのどちらで資金調達をするべきか考えなければいけない。これは WH 社買収に限ったことではなく、M&A を実行する全ての企業にも同じ問題が降ってくる。デットとエクイティの構成がどうであろうと企業価値に影響は与えないという「MM 理論の割り切り」は当時の東芝財務部に存在していたものの、外部ステークホルダーへの説明準備を考慮し始めると様々な意見が取り交わされるものである。

例えば、WH 社買収用の資金をエクイティ（増資・第三者割当）で賄うと考えれば、先ず肯定意見の中心にくるのは半導体事業のシリコンサイクル影響によるキャッシュフローインパクトである。過去には、アメリカでの同時多発テロが発生した 2001 年度に半導体事業は大幅減益を経験しており、イベントリスクに対して脆弱な事業体質を持っている。エクイティによる資金調達を支持する意見のなかには、将来の半導体ビジネスにおける不確実性考慮が念頭にあったと考えられる。

また、エクイティを選択せずに通常の円建て借入に頼った場合、リスクとして顕在してくるのはバランスシートにおける外貨換算調整額である。メカニズムは後述にて説明するが、簡単に説明すれば円高が進行した場合にその他の包括損益のマイナスを通じて純資産バランスの減少や自己資本比率の悪化に繋がってくるということである。バランスシート

上で為替ミスマッチが生じるのは不可避であるが、過大な有利子負債と低水準の自己資本比率に悩んできた東芝にとっては、更なるレバレッジ積み上げと不意の純資産変動は過剰リスクではないかという意見である。

図表 3-5 東芝の総資産・自己資本比率（2000 年 3 月期～2011 年 3 月期）



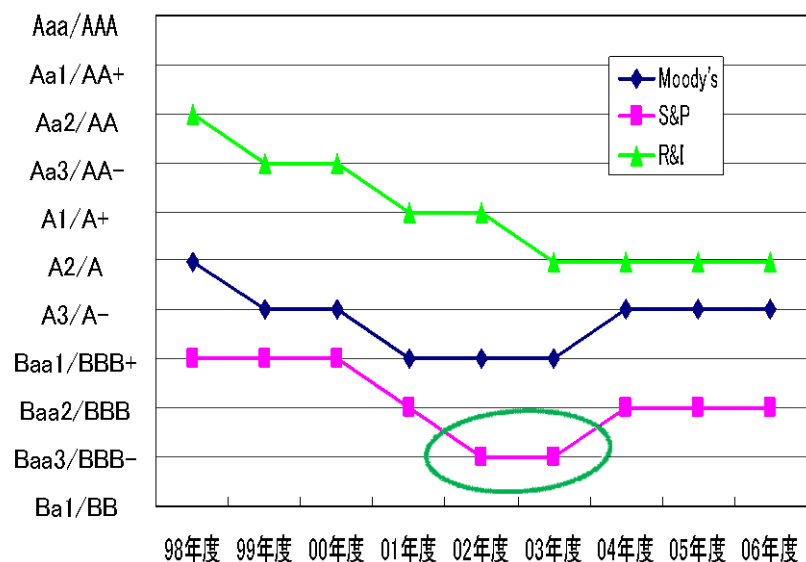
(出所：同社 HP 投資家情報(IR)より抜粋)

加えて、東芝がレバレッジを引き上げると決めた場合に想起されるのは、2002 年度から 2003 年度にかけて発生した同社の「格付け危機」である。東芝の格付けは BBB 格（S&P 格付）の常連ともいえる企業になるのだが、2002 年度から 2003 年度にかけては BBB マイナスまで格付けが悪化してしまい、投資不適格一步手前まで追い込まれた経験がある。長引く PC 事業の不振と乱高下激しい半導体事業の不確実性を理由とした将来キャッシュフローの不透明感、そこに有利子負債の膨張と自己資本比率の急速悪化が重なったことが BBB マイナス転落を決定付けた。

2002 年度から 2003 年度にかけての東芝の財務状況を考えれば、エクイティと言いたくなるのも無理はない。2003 年度以降はアセットライトをアクションプランの軸に据えて高コストの不動産証券化や債権流動化にシフトしていった経緯を考えると、一日でも早い財務関連コストの低減を実現するために自己資本を充実させることは誰しもが望むことである。レバレッジを効かせて事業を運営している企業の財務部門にとって、格下げ起因による資金調達の実行不可は何としても回避しなければならない為、BBB マイナスという水準はまさに背水の状況であったと言えるだろう。過去に格付け危機で苦労を重ねた財務担

当者からすれば、WH 社買収という大義名分が働くなかで前向きな公募増資を実行したいと考えたくなるのも妥当であると思われる。

図表 3-6 WH 社買収当時の東芝の長期格付け推移と現行格付け水準(2011 年 7 月現在)



各社現行格付け水準 (2011 年 7 月現在)

< M o o d y ' s >		< S & P >		< R & I >	
A a a		A A A		A A A	トヨタ
A a 1	キヤノン	A A +		A A +	キヤノン
A a 2		A A	キヤノン	A A	パナソニック
A a 3	トヨタ	A A -	トヨタ	A A -	三菱電機、ソニー、シャープ、三洋電機
A 1	パナソニック、三菱電機	A +	パナソニック	A +	日立、富士通
A 2	シャープ	A	三菱電機	A	
A 3	日立、富士通、ソニー	A -	富士通、ソニー、シャープ	A -	東芝 (見通し「安定的」)、NEC
B a a 1		B B B +	日立	B B B +	
B a a 2	東芝 (見通し「安定的」)、NEC	B B B	東芝 (見通し「安定的」)、NEC	B B B	
B a a 3		B B B -		B B B -	
B a 1		B B +		B B +	パイオニア
B a 2		B B		B B	日本ビクター
B a 3		B B -	パイオニア	B B -	

(出所：同社有価証券報告書より抜粋)

違った視点として、仮にアセットライアビリティーマネジメント（以下、ALM）を視野に入れて外貨建てのインパクトローンを実行すると考えた場合、外貨建ての低利なファイナンスを提供できるのは外資系金融機関が中心になってしまう。2006 年を振り返れば、外資系金融機関のほうが邦銀メガ 3 行と比較しても信用力（格付水準）は高かったはずであり、LIBOR でのインターバンク市場における銀行間調達金利は常に外資系金融機関のほうが邦銀メガ 3 行（三井住友銀行、みずほコーポレート銀行、三菱東京 UFJ 銀行）と比較して低利であった。

当時においても東芝はメインバンク制を保持しており、大株主内訳として出てくる三井住友銀行とみずほコーポレート銀行をメインバンクとして扱っている。経済合理性だけで外資系金融機関からインパクトローンを引っ張ってくればメインバンクとの関係に影響し、かといってメインバンクからコスト高のインパクトローンを調達すれば既存株主から避難を浴びる結果に陥ってしまう。WH 社買収用資金にとってインパクトローンが最良の選択であるとは断言できないが、メインバンク制や銀行による政策保有株というのは選択肢の幅を狭めてしまっていたのは事実である。

ちなみに、東芝におけるメインバンク制の特徴というのは大きく 2 種類に分類される。ひとつは歴史的背景であり、もうひとつは銀行による株式所有である。歴史的背景については東芝と三井住友銀行の関係を例に挙げたい。東芝と三井住友銀行の関係は芝浦製作所（現在の東芝）が三井財閥の傘下に入っていた明治時代まで遡る。1890 年代における三井財閥の工業化推進にあたり、三井財閥と芝浦製作所は「三井中興の祖」として知られる中三川彦次郎の下で蜜月関係を築き上げていくことになる。このような歴史的背景が「経路依存性」とも呼べる銀行政策を生み出し、現代における東芝と三井住友銀行の密接な取引関係に繋がっていると考えられる。

そして、歴史的背景とは異なる条件として存在するのが銀行による政策目的株式所有である。政策目的株式所有は歴史的背景から派生する部分もあるが、近年においては株式所有のみでメインバンクが作り出されるケースも出てきている。具体例としてはみずほコーポレート銀行による東芝株買い増しが挙げられる。みずほコーポレート銀行は数年前まで三井住友銀行に次ぐ準メイン行として扱われてきたのだが、2007 年度に同行は政策目的として東芝株を買い増し、同行による東芝株の所有株式数は三井住友銀行とほぼ同水準まで持ち上げられた。これにより、東芝はみずほコーポレート銀行をメインバンクの一行として扱うようになり、三井住友銀行とみずほコーポレート銀行の『ダブルメイン体制』が築き上げられたのである。

歴史的背景という定性的視野と政策目的株式所有という定量的視野により、東芝と邦銀との関係性が強固であると考えられるため、そもそも外資系金融機関の入り込む余地もなければ、邦銀サイドにとって取り扱い易いファイナンススキームに誘引されていくのはごく自然の結論となる。これは東芝だけに限ったことではなく、東芝のように歴史的背景や政策目的株式所有といった事情を抱えている日本企業が M&A を実施する際に必ず直面す

る事象であり、特に外資系金融機関が日本と海外の間で発生するクロスボーダーM&A でプレゼンスが発揮しきれないひとつの理由にもなっている。

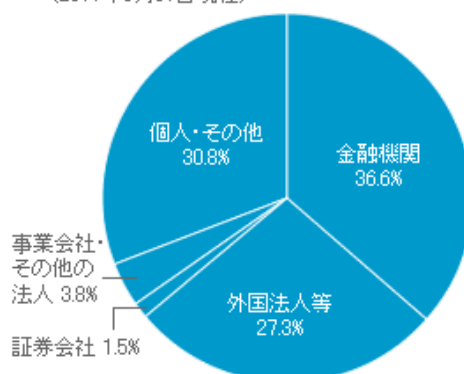
もちろん、東芝を含めた日本企業と金融機関との関係性というのは時間の経過とともに変容していくものと考えられる。従前までは損益計算書上の利益を計上していれば安泰だった企業や金融機関も、IFRS 導入に係る最近の潮流を見るとバランスシート管理にやや比重が偏ってきたかにも思える。右肩上がりの経済成長モデルに陰りが見え始めた近年においては、想定を超える外部環境変化への順応性を企業財務および金融機関は求められている。バランスシートに計上されている政策保有株式などに見直しが入ってくれば、旧態依然とした企業と金融機関の関係性に変化が生まれてくる可能性は考えられよう。

図表 3-7 東芝の大株主内訳と所有者分布状況（2011 年 3 月期）

大株主（持株比率）（2011年3月31日現在）

日本マスタートラスト信託銀行(株)(信託口)	5.70%
日本トラスティ・サービス信託銀行(株)(信託口)	5.20%
第一生命保険(株)	2.70%
日本生命保険(相)	2.60%
SSBT OD05 OMNIBUS ACCOUNT-TREATY CLIENTS	2.00%
東芝持株会	1.90%
日本トラスティ・サービス信託銀行(株)(信託口9)	1.70%
日本トラスティ・サービス信託銀行(株)(信託口4)	1.50%
日本興亜損害保険(株)	1.20%
(株)三井住友銀行	1.20%
(株)みずほコーポレート銀行	1.20%

■ 所有者別株式分布状況（持株比率）
（2011年3月31日現在）



（出所：同社 HP 投資家情報(IR) より抜粋）

WH 社の買収資金は最終的に邦銀団を中心としたデットによる資金調達で賄われることになったのだが、財務前線の意識には上昇基調にある日本の潜在成長率やその後に対する強気な事業見通しもデットを後押ししたものと考えられる。事実、当時の金利水準は未だに歴史的低水準であり、低利のファイナンス手段を無視してまでエクイティを選択する決定的な抗弁が当時は存在していなかったのが全てだったとも自分は考えている。

リーマンショックの金融危機を経験した後に聞こえてくるのは、WH 社の買収資金をエクイティで賄うべきだったのかという疑問である。MM の「無関連性命題」として周知されている「企業の市場価値はその資本構成と無関係である」という意味を念頭におけば、WH 社の買収資金をどのような手段で賄おうと東芝の市場価値とは無関係であるというのが結論になる。その後に起きる未曾有の手許流動性危機を考慮すると、どうしても WH 社の買収資金について指摘があがってくるのだが、東芝の市場価値に生じた変動と同社の財務規律から生じた事象は全く違う論点であることを理解しなければならない。

第2節 東芝が起こした CDS 爆発とデフォルト危機

2006 年 10 月に WH 社買収の全手続きが完了し、東芝グループ全体が高揚感に包まれているなか、2007 年 8 月にパリバショックが発生した。BNP パリバ保有の特別目的会社の時価評価凍結という事象のみで当時は片付けられていたが、パリバショックの根源はその後騒乱の主演となるサブプライムローンであった。当時のドル円は低調なボラティリティに支えられるなかで円安基調が続き、円キャリートレードという流行りも多く耳にしたはずである。円安基調というのは多くの本邦輸出企業にとって当然の如く前向き材料であり、黙っていても損益黒字拡大とキャッシュフロー改善がエンジョイできる状況にあった。

しかし、パリバショックが発生して長く続いた円安基調が円高基調に変化した時、実需の世界にも動きが少しずつ出始めたのである。パソコンやテレビといった量販店を中心に販売展開する完成品（B to C 商品）というのは3ヵ月から6ヵ月スパンで販売計画を量販店と組む為、市場環境に大きな変化が生じてその影響が如実に出てくるのは時間差を伴うことが多い。逆に、半導体を中心とする部品産業というのは足許の需給に影響されやすい分野なので、市場環境の変化が驚くほどに出易い。パリバショックに対して一番早くに反応したのは部品産業の代表的存在である半導体事業であったと自分は記憶している。

判断が難しかったのは、パリバショックの後に半導体市況が落ち込み始めた時期であり、その時は誰もが「またよくあるシリコンサイクルだろう」と一過性の問題として片付けてしまったことである。加えて、完成品市況の代表格であるノートパソコンには大きな動きは出てきてなかった為、パリバショックという事象は金融資本の世界で発生した対岸の火事と当初は理解されてしまったと考えられる。

ちなみに、半導体事業が持つ損益変動の特性というのは津波に似たメカニズムを持っていると自分は考えている。津波と表現したのは、第一波はごく静かな動きで済むのだが、第二波と第三波が重なってくると加速度的にエネルギーを増して、事象そのものが人知を超えた大きさに変化してしまうからである。半導体事業における主力はメモリ事業になるのだが、損益に影響するアイテムが3種類存在する。一つ目は当然ながら為替になる。半導体事業の場合は少なくともウェハー（半導体チップになる前のシリコン状の薄い板みたいなもの）を製造する前工程を日本国内で行っているのだが、日本国内に製造拠点を置けば部材調達は日本国内のサプライヤーが中心となってくるし、工場設備や人件費といった固定費の大部分は当然「日本円建て」になる。ウェハーを最終的にメモリとして加工する後工程は海外委託を進めている為、後工程のコストはドル化に向かっているが、メモリの付加価値の大部分を占める前工程のコスト構造は円建て中心になっている。これは半導体のファウンドリーを持つ本邦半導体メーカーに共通した状況であるといえよう。メモリの販売先は携帯端末で有名なアップルやノキアを中心とする海外のマニュファクチャーが中心となる為、売上の大部分は最終的にドル建てになっている。従って、半導体事業そのものがどうであれ、為替の動きだけで損益が上下動してしまうのである。違う視点で考えれば、総需要が十分に見込めるなかでの円高影響はさほど大きな問題にならないのだが、総需要が大きく落ち込んでいるなかでの円高は悪夢である。

仮に、半導体事業における津波の第一波を為替影響と定義すれば、第二波として挙げられるのは物量である。半導体というビジネスは足許の需給によって左右され易いのだが、これは半導体ビジネスに長期の購買契約が存在しないからである。技術革新の激しい半導体分野にとって、長期コミットメントは逆にリスクとなり、シリコンサイクルのダウントレンドに対するリスクヘッジアクションとも考えられる。長期の購買契約が存在しない半導体ビジネスにおいては、購入側は突然部材を買わないといった決断が働くのである。従って、パリバショックが市況環境にある種の疑念をもたらしたと想定すれば、勘の鋭い経営者は即時に半導体部品の購入をストップしていたと考えられる。

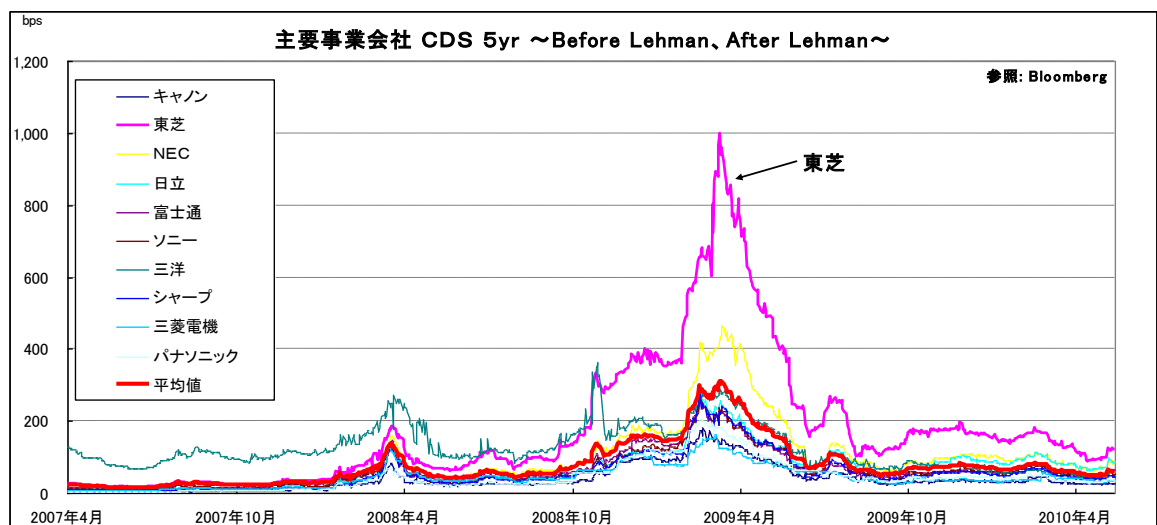
半導体市況で物量が悪化すれば、需給バランスの調整から売価が落ち込み始める。第三波として襲い掛かってくるのは雪崩とも呼べるメモリの売価ダウンである。半導体事業では「ギガバイト単価」とも呼んでいるのだが、モノが売れなくなれば当然に売価を下げるのがサプライヤーの基本行動である。安い値段でも半導体を売らなければいけないのは、販売在庫として眠らせておくと在庫評価損として損益悪化要因に繋がってしまうためである。「在庫が腐る」という表現は適切でないかもしれないが、6ヵ月も放置すれば在庫評価は底値にまで落ち込んでしまう。何もしないで在庫を腐らせるくらいなら一時的な売価ダウンは辞さないというサプライヤー側の姿勢とも言える。

円高影響・物量減・売価ダウンの3つが組み合わさって津波の如く半導体事業に襲いかかってきたとき、その影響の大きさは計り知れないものだったと想定される。具体的な計数は後述にて説明するが、ビジネスの世界においても第一波の示唆する意味の重大さをし

つかりと経営者は認知すべきである。加えて、日本の産業構造は為替や物価を中心とした外部環境変化を物価に反映させ難いものになっている。言い換えれば、何が起きようともマークアップによる最終価格の値付けが可能であれば損益影響は物量差とそれに係る固定費非吸収分に留まるのだが、日本の製造業は潤沢な需要を想定した多品種大量生産を実行しており、そこには旧態依然とした原価企画が存在している。日本製造業の原価企画は最終販売価格を所与として変動費と固定費のコスト構造を組み立てていくのが一般的であり、市況環境の変化は下請け業者に係る変動費もしくは人件費を中心とした固定費で吸収しようというコストカルチャーが非常に根強い。

外部環境に何が起きようとも、その影響を自社の変動費・固定費に押し込もうとすれば危機感の伝播というのは上手く実現できないし、経営判断を鈍らせてしまう要因にも成りかねない。勿論、変動費影響や固定費影響を愚直に受ける日本人労働者の存在があるというのは強みでもあるのだが、経営者はそのような辛抱強い日本人労働者を多く抱えるという恵まれた環境を享受している一方で、外部環境変化に対するギアチェンジが一步遅れがちになってしまうと思われる。東芝は実際にギアチェンジが遅れた会社になってしまったのだが、当時の状況を理解するために先ずは当時の東芝 CDS をご覧頂きたい。

図表 3-8 東芝の CDS5yr 推移



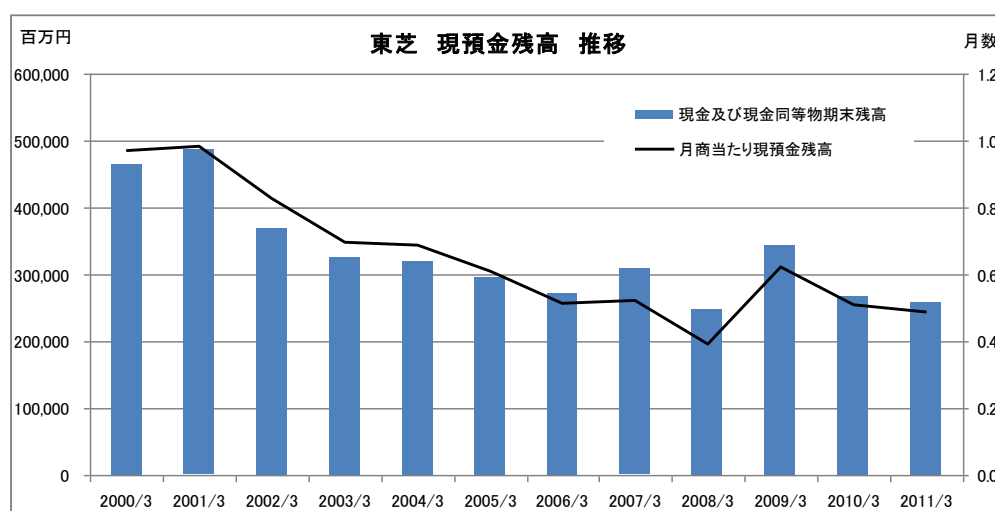
(出所：ブルームバーグ)

2009年3月末の東芝 CDS は 1,000bps を超えそうな勢いであり、財政危機に苛まれていたギリシャと同レベルの危機状態にあったと想定できよう。CDS が示すのはデフォルトへの距離そのものであり、東芝は未曾有の手許流動性危機に苦しんでいたことになる。短期

の資金繰りが困難になったと表面的に理解すれば簡単なのだが、東芝ほどの大企業が資金繰りに窮した状況を考えると流動性危機の要因は単純ではなさそうである。

最初に理解すべきは東芝の現預金残高である。東芝の現預金残高は多い時で 4,000 億円超であり、それ以外は 3,000 億を下回る水準である。年商を約 6 兆円と考えれば、月商 0.5 ヶ月分ほどの手許現金しか東芝には存在しないという事になる。勿論、東芝は現預金残高だけで流動性確保を考えているのではなく、同社の有価証券報告書を見ればコミットメントラインを主とした信用枠を有している。電子 CP の発行枠も考えれば、広義の手許流動性は同社の現預金残高だけに留まらないことになるのだが、注意しなければいけないのは現預金と信用枠は似て非なるものであるということである。

図表 3-9 東芝の現預金残高推移



(出所：同社 HP 投資家情報(IR)より抜粋)

一般的にコミットメントライン契約は企業と銀行（もしくは銀行団）との間で取り交わされることになるのだが、往々にして財務制限条項（コベナンツ）が設定されていることが殆どである。財務制限条項の内容は対象企業によって異なるが、格付け状態や自己資本比率を主とする財務状況に著しい変化が起きた時に契約のデコミットや借入の即時弁済を銀行側から要求されることになる。財務制限条項はコミットメントラインに限ったことでなく、通常の金銭消費貸借契約にも当然の如く盛り込まれる内容になるのだが、人知を超えるような事象が発生したときに財務制限条項の存在がクローズアップされるのである。コミットメントラインはあくまで信用枠の域に留まっており、現預金では無いことを財務担当者は留意しなければならない。

電子 CP の発行枠にしてもコミットメントラインと同様に留意しなければならない点が

ある。長期間における金融緩和状態により電子CPマーケットの資金は潤沢に存在するが、一旦市況環境が苦しくなると急速に資金が枯渇してしまうのである。電子CPの資金の出し手は機関投資家が中心になるのだが、たとえ市中の資金量が潤沢に存在しても対象企業に疑義が生じると当然ながら一切の資金を出さなくなってしまう。言葉を換えれば、負債価値が急速に悪化するような企業相手に資金拠出は行わないということである。コミットメントラインについては契約相手として銀行が存在する為、何が起きようともある程度の交渉余地は存在する。しかし、電子CPについてはそのような交渉余地は一切存在しないので財務担当者は不意のピットフォールに細心注意を払わなければならない。

東芝のCDSが爆発したのは2つの要因が考えられる。ひとつは同社のリスク志向とも言える財務規律であり、もうひとつは同社のバランスシートに潜む時価評価リスクである。企業金融における財務規律の基本はいかなる状況でも手許流動性を享受できる状況を整えておくことである。その意味では、半導体ビジネスのボラティリティや原発ビジネスにおけるリスクコンティンジェンシーを抱える東芝にとってすれば、月商1ヵ月分にも満たない現預金残高はまさにリスクであると思われる。

東芝という会社は同社の中期経営計画にもあるとおり有利子負債残高を経営目標のひとつと掲げている。これは有利子負債残高から現預金残高を差し引いた純借入残高を意味しているものではない。東芝が有利子負債残高に着目するのは過去の格付け危機に起因するところが大きいのだが、銀行からの与信枠確保というのを常に意識した結果が有利子負債残高への執着とも考えられる。格付け危機の時には、投資不適格に陥らない為に東芝はあらゆる手法を駆使したのだが、東芝が有利子負債を削減する目的は表面的にはバランスシート調整と理解出来る一方で、実際には未来投資に向けた与信枠の確保・準備であるとも表現できる。

有利子負債残高の減少が与信枠の増加につながると考えれば、現預金残高と有利子負債残高の両方を限界まで削減して財務関連コスト削減につなげようとする財務担当者は時に出てくる。何が起きようとも東芝の信用が想定以上にクラッシュしないことを前提に考えれば現預金残高の「低空飛行」は可能だったのかもしれない。しかし、パリバショックに始まった金融危機は金融機関自身のクレジットクラッシュを経由して企業サイドの信用を棄損してしまい、財務担当者の想定を覆す事態を生み出すことになってしまった。

企業金融における財務規律というのは、状況が窮地に陥っても企業金融活動に可動区域を持たせることであり、通常の企業活動を想定すれば少なくとも1ヵ月は自立歩行できるよう、ある程度の手許流動性を抱えておくことを意味する。企業における手許流動性の適正残高というのは巷の参考書に明記はされていないが、自身の経験則で考えるとやはり月商1ヵ月分（東芝の場合は約5,000～6,000億円の手許現預金残高）は最低でも必要である。なぜなら、企業の信用状態にクラッシュの疑義が生じ始めた時に先ず考えるべきは社内の計数管理整流化であり、また主要債権者である金融機関に対してのネゴシエーション準備である。資金調達そのものはスポット応答日ベース（借入日の2営業日前）で実行され

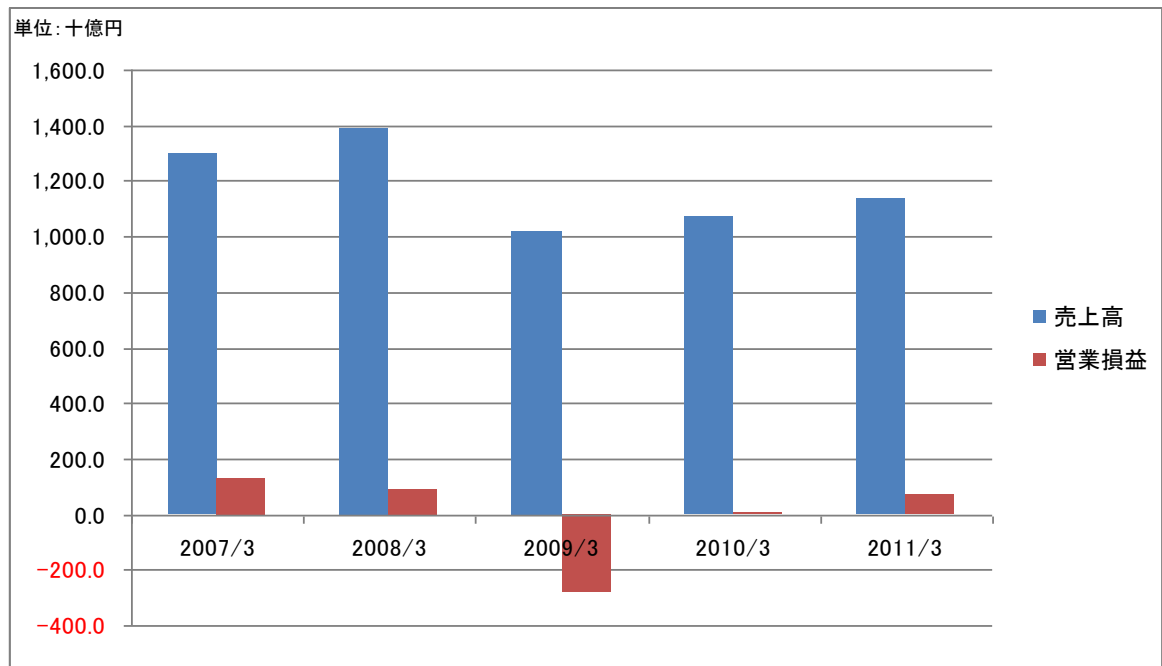
ると考えると、資金調達の末端実務だけで一週間分（稼働日 5 日分）は費やす必要が出てくる。社内の計数管理整流化については、銀行に対して足許のキャッシュフローが確保できるかどうかを示すものであり、企業規模や実態にもよるが、日々の通常業務との並行作業を考えると一週間は欲しいところである。金融機関とのネゴシエーションについては、メイン銀行と準メイン銀行との間で利害調整が発生する可能性が高く、既存借入のアmendなどが発生すると想定すれば企業法務との調整も必要になるので 2～3 週間は絶対に必要になる。企業の信用状態に何らかの緊急事態が起きて、そこから企業財務が火消しを始めると 1 ヶ月という時間は最低でも必要になる。もし、2～3 週間の間で全てを調整するとすると、交渉ゲームのコーナーサイドに追い込まれた企業は最終的に高コストの借入スプレッドを容認しなければならなくなる。最悪の場合はタイムオーバーによるデフォルトという事態も考えられる。

話を東芝の手許流動性に戻すと、図表 3-8 に示されているような東芝 CDS 爆発の主因には、過小とも呼べる手許現預金残高とそこから派生したであろう財務規律の崩壊があったのではないかと考えられる。リーマンショック以降の状況を考えれば、加速度的に悪化する半導体事業に対しては電子 CP やコミットメントラインによる短期借入金により影響を表に出さないよう尽力してきたのだが、東芝を含めた企業群のなかで同時多発的にクレジットクランチが発生している状況下では即時に流動性不足に陥るのは言うまでもない。

東芝に起きた未曾有の手許流動性危機は、その過小ともよべる手許現預金残高を好むリスク志向の財務規律が主因と言って間違いはないのだが、もうひとつにバランスシートに潜む時価評価リスクというものが存在する。東芝には三井住友銀行とみずほコーポレート銀行のダブルメイン行が存在しているのだが、両行を含めた他金融機関が東芝に対する資金援助を躊躇した理由として、人知を超える速さで縮減していった東芝の純資産があげられる。純資産縮小の主たる原因は大きく 2 つ存在し、ひとつは半導体を中心とした営業赤字の急速拡大であり、もうひとつは「その他の包括損益」の存在である。

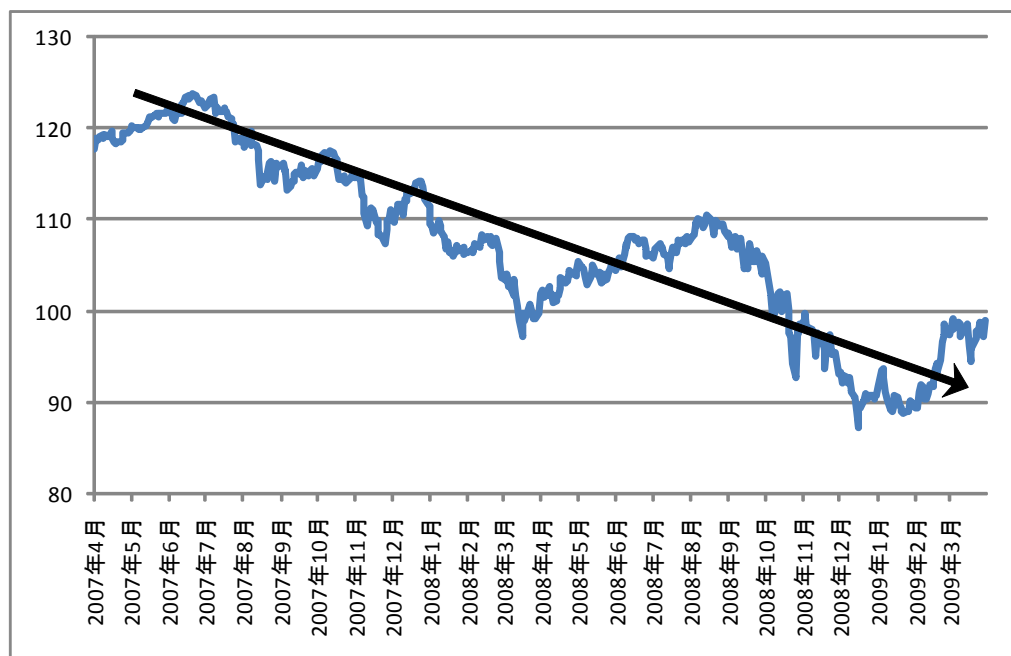
半導体事業における営業赤字の急拡大は前述でも説明したが、2008 年 3 月期から 2009 年 3 月期にかけて売上規模が 4,000 億円弱落ち込むというのは誰もが想像しない減収幅である。もはや一時的な変動費抑制や人員リストラによる固定費削減ではカバーしきれない規模に営業赤字が膨らんでしまったのである。2008 年 3 月期における半導体事業の売上が 1 兆 3,919 億円だったので 3 割弱の売上規模が円高進行・物量減・売価ダウンの 3 連波によって吹き飛ばされたことになる。特にドル円相場について言及すれば、2007 年 4 月から 2009 年 3 月にかけて約 20 円もの規模で円高進行している為、この円高影響だけを考えても東芝の半導体事業を含めた本邦輸出産業の損益悪化影響というのは相当規模であったと伺える。金融資本で起きている動きはアンダーグラウンドで産業資本と密接に結びついている証拠であるとも言えよう。

図表 3-10 東芝の半導体事業の売上・損益推移



(出所：同社 HP 投資家情報(IR)より抜粋)

図表 3-11 ドル円相場の推移 (2007 年 4 月～2009 年 3 月)

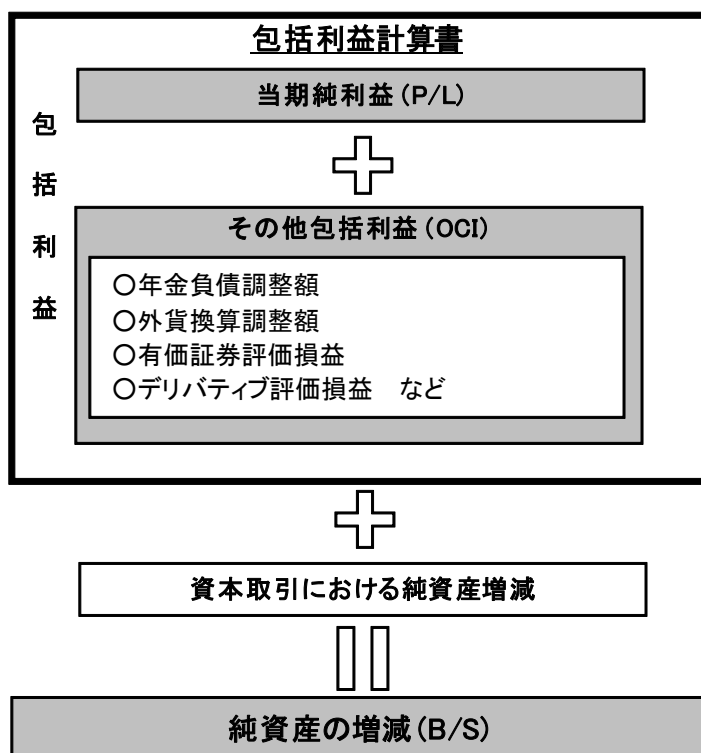


(出所：ブルームバーグ)

第3節 東芝デフォルト危機における影の主役

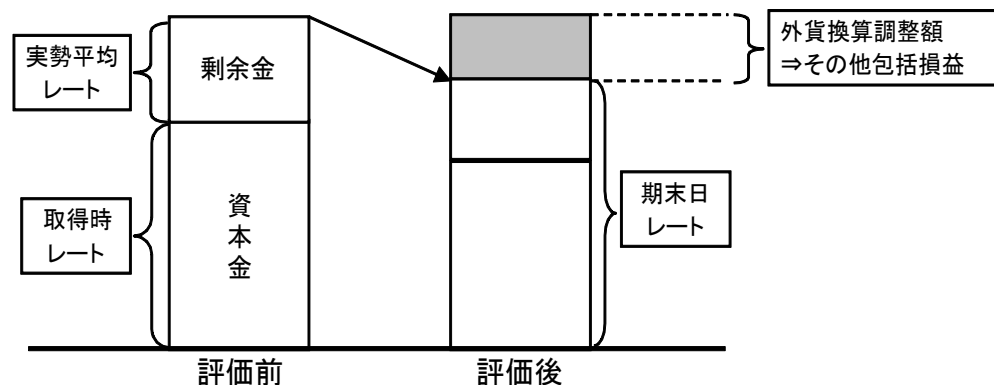
東芝が起こしたデフォルト危機、表面的には半導体を中心とした急速な損益悪化が原因だと理解されているのだが、実際はそれだけではなく、バランスシート上の地殻変動が東芝にデフォルト危機をもたらしたとも考えられる。その地殻変動とは「その他の包括利益累計額：Accumulated Other Comprehensive Income」である。経理実務の世界では「資本直入」とも言われ、リーマンショック前は大きく注目される項目ではなかったと記憶している。損益計算書の営業利益や純利益に影響を与えるものでないので、程良い円安水準と金利水準の状況下ではその他の包括損益への問題意識が薄れるのも仕方が無いのかもしれない。東芝のその他の包括損益については為替換算調整額・年金負債調整額・有価証券評価額の3つが重要になってくる。それぞれの会計処理上における発生メカニズムについては図表 12～18 をご覧頂きたいと思う。

図表 3-12 包括利益計算における純資産増減のメカニズム



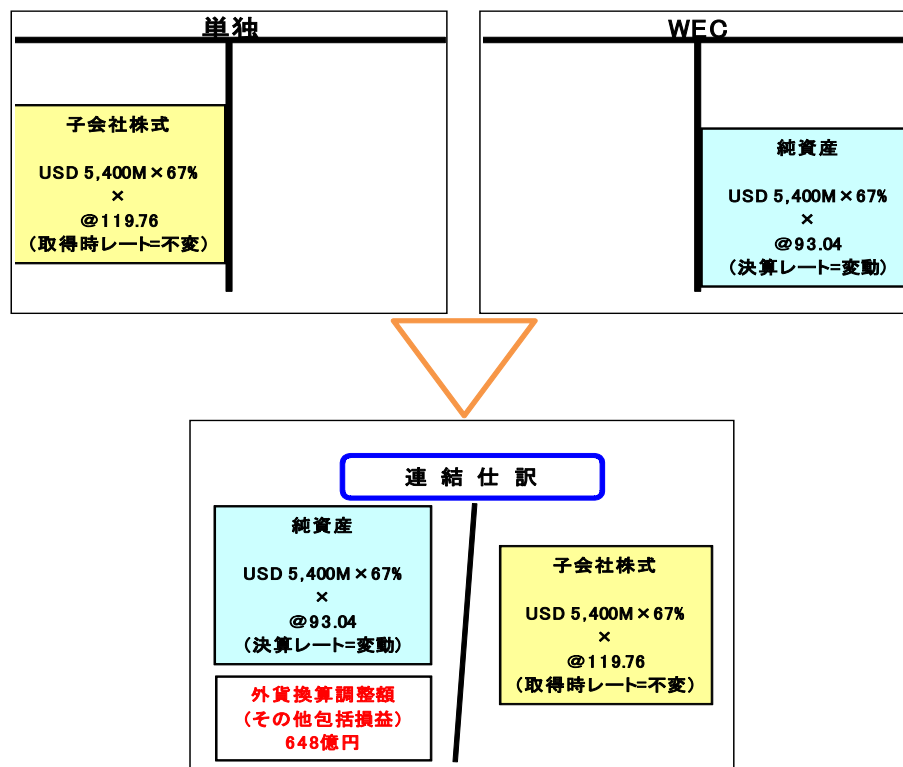
図表 3-12 では、バランスシートの純資産増減に影響を与える項目として、大きくは当期純利益とその他の包括利益をあげている。当期純利益は従前より注視されている営業利益を中心とした事業の「経営成績」に強く左右されるのだが、その他の包括損益というのは為替・株価・金利といった金融市場環境に強く左右される項目が多く存在する。当期純利益は商品の販売動向にもリンクした動きになっている為、純利益変動への対応について企業はコスト構造調整といった幾分自発的な動きを取ることができる。しかし、その他の包括損益については、バランスシートヘッジを可能とする金融商品を組み入れてない限り、金融市場環境の動きに対してほぼ無防備である。言い換えれば、企業金融の世界における ALM というのは現代会計の損益計算書とは違って企業の近視眼的な自助努力が入り難い分野であるとも言える。

図表 3-13 外貨換算調整額のメカニズム



図表 3-13 では、その他の包括損益で一番に大きな影響を出していると思われる外貨換算調整額のメカニズムを示している。M&A 等で海外企業を外貨建てで買収した場合、図表 3-13 における評価前の状態が親会社に発生する。東芝で例えて言うなら、WH 社買収がまさに外貨換算調整額の対象になる。毎期末において評価額が期末日レートで洗い替えられてしまうので、円高基調は外貨換算調整額における純資産のマイナスを意味するのである。資産と負債の通貨種目にカレンシーミスマッチが存在する場合は外貨換算調整額の上下動が本来は企業の経営判断を揺さぶる要因にもなり得る。おそらく、世界経済の回復基調を感じ始めていた WH 買収時には東芝社内の誰しもが外貨換算調整額の存在など問題視しなかっただろう。違った目線で見れば、事業会社における営業利益への経常的な執着というのは、自社の ALM 管理を無意味化してしまうくらい、相当強いものであるとも言える。

図表 3-14 東芝における子会社株式（WH 社）の外貨換算調整額

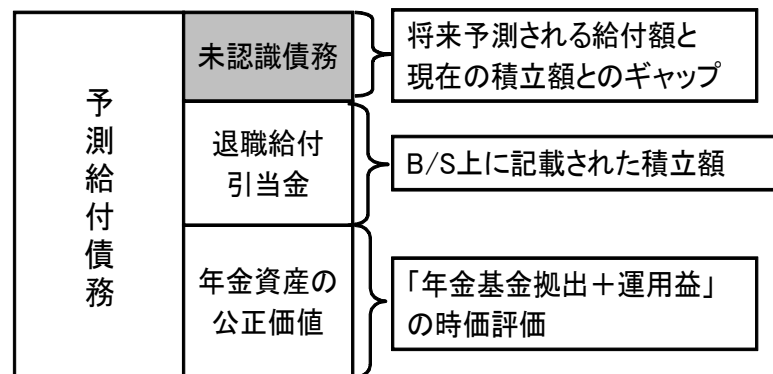


図表 3-14 は WH 社に係る実際の外貨換算調整額を示したものである。2010 年 3 月期の数字なので、東芝の WH 社出資比率は 67%（ウラン鉱山会社の Kazatomprom 社による 10% が加わっているため）として計算されている。2006 年 10 月の取得時レートがドル円で 119.76 円であり、2010 年 3 月末のレートは 93.04 円である。東芝の持分比率 67% に準じて外貨換算調整額を計算するとマイナス 648 億円となり、この金額が東芝の純資産マイナス要因となる。全額をデットにて買収した WH 社であるが、現代会計の処理では評価差額の全額が純資産の影響に寄せられてしまうのである。

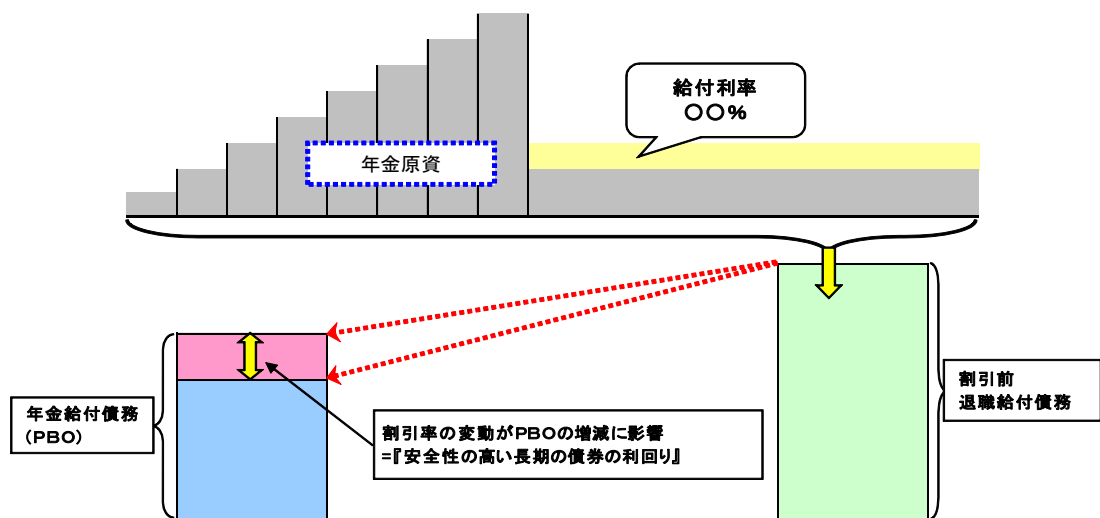
上記は単純な計算式とはいえ、為替変動だけで 648 億円もの金額がバランスシート上で動くのである。リーマンショック前は 1 ドル 120 円超えの時もあり、一部の市場関係者は 1 ドル 150 円を超えとの意見も聞こえてきた。誰しもが 1 ドル 100 円を割るような相場展開など想定していなかったはずである。だからこそ、市場変動とは時として予想を超えた激震になると理解しなければならないし、企業金融家は日頃から市場に存在する少数意見・マイノリティに気を配る必要がある。不確実性でもあり、想定範囲外で起きる事象についてリスクとリターンのバランスを保つことが企業金融家の務めであり、リーマンシ

ショックを契機として起きた一連の危機は良い意味での反省材料として今後に活かしていかなければいけない。

図表 3-15 年金負債調整額のメカニズム



図表 3-16 確定給付型企业年金における割引率変動の影響



年金負債調整額のメカニズムについては、企業の年金会計における保有年金資産が為替や金利（債券価格）に当然のごとく影響されるのだが、最も注視すべきは予測給付債務（PBO）を計算するうえで使用される割引率である。使用する割引率は企業によって若干異なるが、その多くが長期国債、政府機関債及び優良社債の利回りをベースに算出している。言い換えると、長期金利の低下基調は退職給付債務の割引額低下を通じて未認識債務の増加につ

ながるのである。未認識債務の増加は純資産の会計上マイナス要因になるので、昨今発生している国債の金利低下は企業の純資産にとって喜ばしくない事実なのである。勿論、年金資産そのものの時価評価損という事実も存在しているが、年金資産のポートフォリオというのは市場環境に見合った期待運用収益率をベースに資産配分を実施している為、為替や株安による影響というのは想像するほど酷いものでは無いと言える。

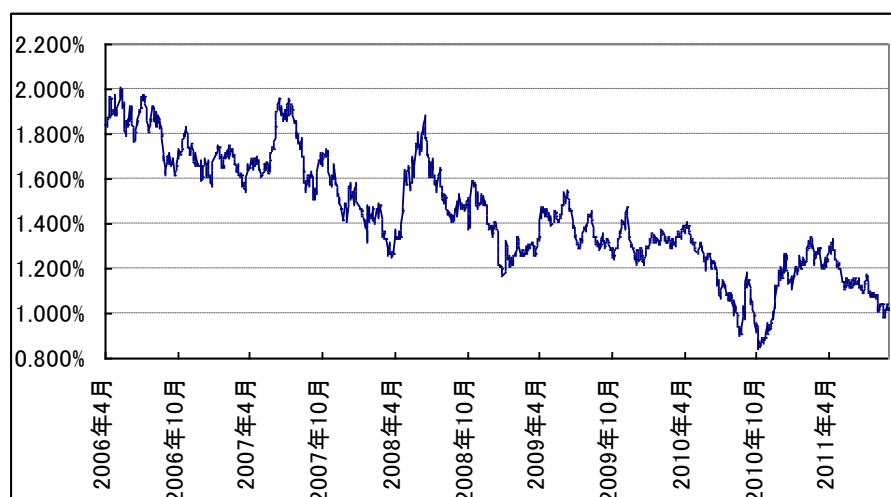
図表 3-17 東証一部上場企業の 2009 年度末退職給付会計（上位 10 社）

	社名	未認識 積立不足額	未積立			貸借対照表 計上額純額
			退職給付債務	退職給付債務	年金資産	
1	東芝	5,379	-7,230	-15,239	8,009	-1,851
2	日立	5,022	-9,230	-21,934	12,691	-4,221
3	ホンダ	4,215	-5,142	-15,886	10,744	-928
4	富士通	3,866	-5,358	-18,608	13,249	-1,492
5	NTT	3,615	-14,477	-35,055	20,578	-10,863
6	三菱電機	2,934	-4,579	-10,957	6,377	-1,645
7	トヨタ	2,912	-5,477	-17,267	11,791	-2,564
8	パナソニック	2,583	-4,391	-22,141	17,750	-1,808
9	ソニー	2,258	-2,910	-9,409	6,499	-652
10	NEC	2,149	-3,965	-10,923	6,958	-1,816

単位：億円 ※富士通とNECはJ-GAAP適用、ほかはUS-GAAP適用

（出所：各社有価証券報告書より抜粋）

図表 3-18 過去 5 年間における新発 10 年国債金利の推移

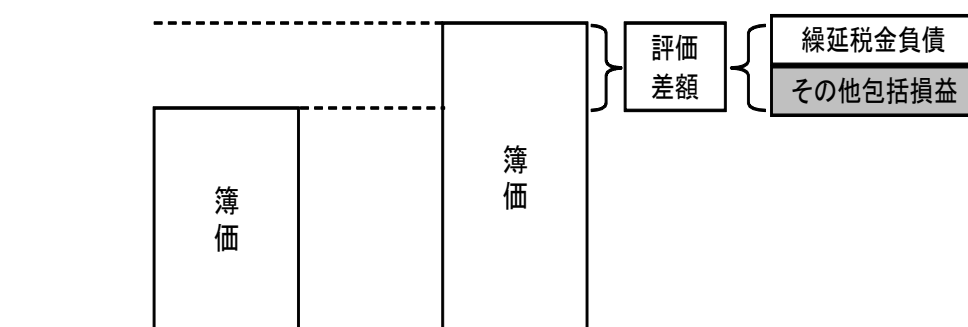


（出所：ブルームバーグ）

東芝に代表される歴史の深い重厚長大な製造業の多くは確定給付型の年金体系を取っている為、リタイア層の社員 OB を多く抱えている限り、国債の長期にわたる金利低水準化というのは深刻な問題となり得ると考えられる。逆に国債の価値が暴落して長期金利上昇によるインフレが発生した場合は、企業の未認識債務が割引額増加とともに減少に向かう一方で、年金受給者である社員 OB の生活にはマイナスの影響を与えるに違いないだろう。従って、国債の暴落というのは、確定給付型の企業年金だけを取ってみれば、現役層とリタイア層との間で発生する所得移転構造と理解して強ち間違いにはならないと思われる。

勿論、国債暴落などは誰しもが望んでいないが、社員 OB の生活を底支えするのは、東芝のような会社の構成員になった現役世代の使命だと自分は考えている。現行の金利水準に合わせて期待運用収益率の調整を行うことが必要になり、現役世代は数字の見かけ上は痛みを伴うことになるが、それこそがリタイア世代と現役世代を共存させるソフトランディング手段であろう。インデクセーションは名目値から実質値への移行を図るものとして、時に大衆の反発を受けることがあるが、東芝をはじめとする多くの日本企業に限って言えば、現役世代が受ける期待運用収益はインフレ調整を施すべきと自分は考えている。

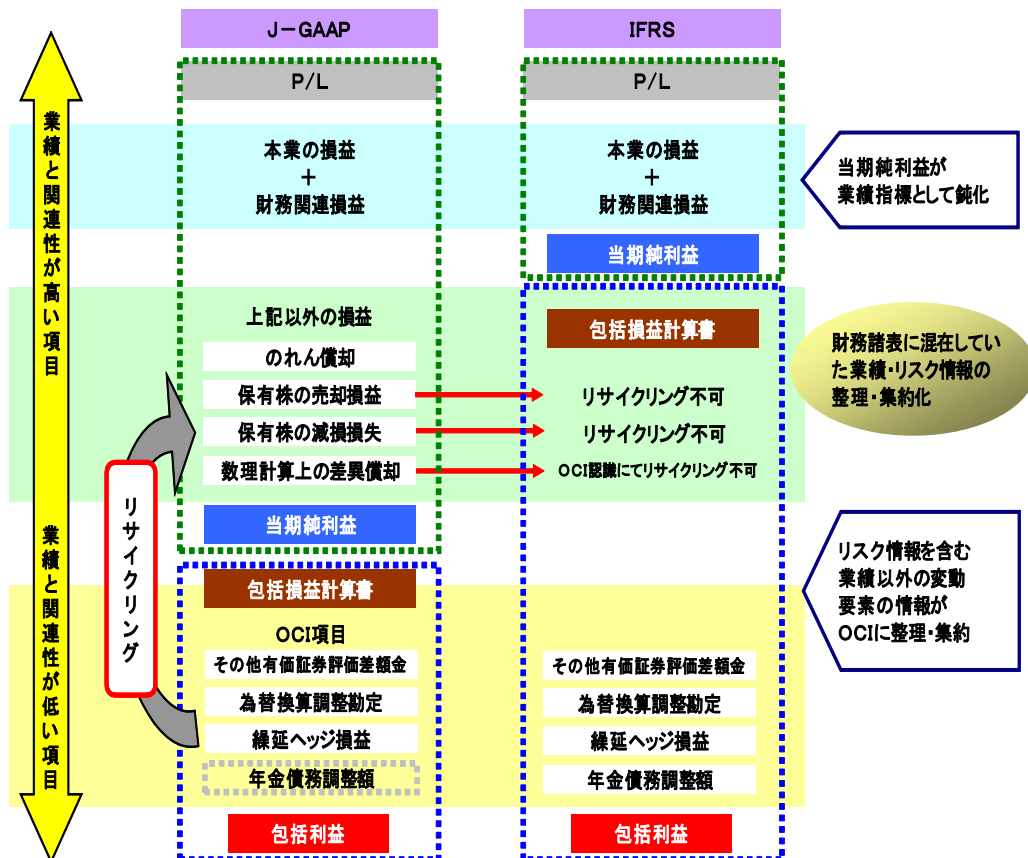
図表 3-19 有価証券評価額のメカニズム



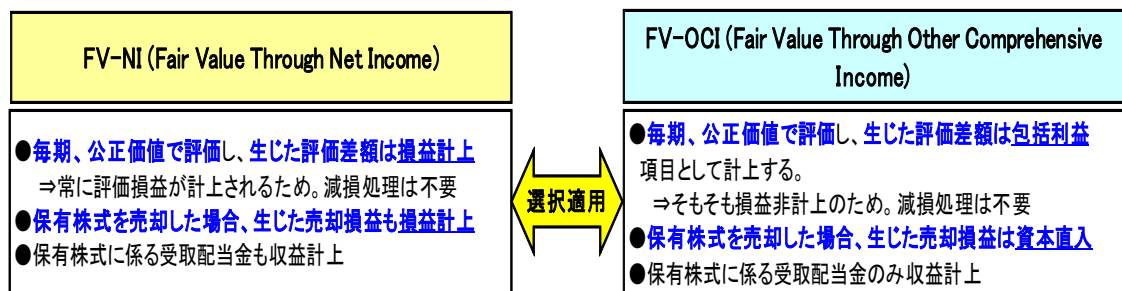
有価証券評価額については、従前から続く持ち合い株や政策保有株の時価評価差額が、その他の包括損益を通じて純資産の増減に繋がってくる。外貨換算調整額や年金負債調整額と比較すれば、有価証券評価額の影響は軽微なのかもしれないが、IFRS 上のリサイクリングが不可能になる方向性で話が進められている為、有価証券評価額については選択適用によっては損益計上されることも視野に入れなければならない。図表 18 は企業による保有株式の評価における選択適用を示したものになる。諸々の状況に応じて保有株売却によ

る「益出し」を実施すること、もしくは評価額をその他の包括損益に逃がしておいて「場を待つ」といった損益調整の余地がリサイクリング不可によって封じられた内容になっている。詳しくは図表 3-20 と図表 3-21 をご覧頂きたい。

図表 3-20 J-GAAP と IFRS の違い



図表 3-21 IFRS9 の概要



図表 3-22 は、2004 年度から 2008 年度までの自己資本の推移を示したものである。特に変化が激しいのは外貨換算調整額と年金負債調整額であり、2008 年度末の実績では 5,000 億円以上もの自己資本が外貨換算調整と年金負債調整によってマイナスされている。リーマンショックに始まった著しい外部環境変化が東芝の自己資本を激減させてしまったのである。2008 年度末に東芝の自己資本比率が 10%割れの 8.2%まで落ち込み、結果として東芝 CDS の爆発にも繋がったと想定される。

東芝のように事業投資の大部分をデットにより賄っている会社は、資産に生じる劣化影響の全てを過小とも呼べる純資産で受け止めなければいけない。純資産の縮小が行き過ぎると既存借入やコミットメントラインで設定されている財務制限条項の抵触に疑義が生じ始める為、突然に短期資金繰りが困窮する事態に陥ることになる。短期資金繰りが危機に瀕すると電子 CP や通常の銀行借入れが実行できなくなり、また東芝の信用枠そのものがクランチして縮小しているので債権流動化などといったアセットファイナンスによる資金調達も困難になってくる。結果として、高金利の特別借入れによって場を凌ぐことしか選択肢は残っていない状況になる。

事業の存続が見込める限りにおいては、負債過多と言われようが過小資本と言われようが企業価値そのものへの見方は変わらない。MM 理論の割り切りのなかで企業財務が意志決定を下している事実はあるが、「潤沢資本」と「過小資本・負債過多」の大きな差はリーマンショックに代表されるようなイベントリスクに対する構え方である。現実問題として、東芝に代表される負債過多の企業には財務制限条項に代表されるような様々な制約が付いてくる。それら制約事項の殆どは平時において気にするものでは無いかわりに、緊急時において当然ながら企業財務に牙を剥く内容になっている。

巨額の内部留保に支えられている潤沢資本の企業財務にとってすれば、リーマンショックに係る緊急時において一番に気にするのは売上規模や損益状況であると考えられる。しかし、負債過多の企業財務からすると売上規模や損益状況を気にするよりはむしろ明日の資金繰りを賄うために万策挙げることのほうがよっぽど重要になってくる。負債過多の企業は緊急時において沢山の重荷が発生するため、財務規律の考え方が明暗をわける可能性がある。もしくは、負債過多の企業は緊急時に備えて「手数」を用意しておくことが重要になってくる。その「手数」というのは、自社の負債価値が著しく減価した時でも企業財務活動の可動区域を維持できる財務戦略の準備を意味している。

図表 3-22 2008 年度末にかけて大幅縮小する東芝の自己資本
(億円)

	04年度末 実績	05年度末 実績	06年度末 実績	07年度末 実績	08年度末 実績
資本金	2,749	2,749	2,749	2,801	2,803
資本剰余金	2,857	2,857	2,858	2,909	2,911
自己株式	△ 16	△ 20	△ 30	△ 10	△ 12
利益剰余金	5,112	5,701	6,818	7,745	3,951
有価証券評価	335	572	808	535	216
外貨換算調整	△ 688	△ 320	△ 219	△ 1,176	△ 2,228
年金負債調整	△ 2,193	△ 1,514	△ 1,901	△ 2,568	△ 3,145
デリバティブ	△ 1	△ 3	0	△ 13	△ 23
包括損益	△ 2,547	△ 1,265	△ 1,312	△ 3,222	△ 5,180
自己資本	8,155	10,022	11,083	10,223	4,473

(出所：同社有価証券報告書より抜粋)

もちろん、外部環境変化に対応して自己資本を防衛する金融手法というのは現実存在している。図表 3-23 と図表 3-24 では、外貨換算調整額を対象として金融商品の検討を示したものになるのだが、やはり問題は膨大なヘッジコストになる。営業損益傾倒で生き抜いてきた日本企業にとって、バランスシートヘッジという聞き慣れない事象に対して多額の資金を費やすのは理解するに難しいと想定される。

図表 3-23 外貨換算調整額の変動リスクに対する対処法

	概 要	留 意 点
何もしない (ノーガード戦法)	海外事業を行う限りは 不可避であると認識 (下手な鉄砲は撃たない) ・投資家からの厳しい指摘 はまだ受けていない… ・円安時はメリット享受	定常状態では問題視され ないが業績が厳しい状況 下においては格付け悪化 の加速要因となる。コベナ ンツ抵触にも十分な配慮 が必要となる。
デリバティブ ヘッジ	外貨換算調整額による 資本の増減分をヘッジ 取引の評価損益で相殺	・ロールオーバー時の キャッシュ変動リスク ⇒有利子負債の着地 ・オプションプレミアムが 高額すぎる。 ⇒予算通過はほぼ不可能
外貨での調達	外貨換算調整額による 資本の増減分を調達の 含み損益で相殺 ⇒海外企業の買収時に 「ヘッジ指定」が必要	・会計処理への見解に 対する柔軟な姿勢 ⇒包括損益重視の姿勢 ・メインバンクとの調整 邦銀による外貨調達の 商品性には期待できない

図表 3-24 為替デリバティブによるバランスシートヘッジ手段の検証

	先物予約ヘッジ (FWDヘッジ)	ゼロコストオプション (レート変動条件付き先物予約)	先物予約とオプションの複合	プットオプションの購入
外貨建 資産価値 の保全	ヘッジ効果あり (金利差によるディスカウントコスト)	ヘッジ効果あり (相場次第でヘッジ効果増減)	ヘッジ効果あり (ディスカウントコスト+プレミアムコスト)	ヘッジ効果あり (プレミアムコスト)
外貨建 資産価値 の変動率	プレを抑える効果大きい	プレを抑える効果あり (相場次第でヘッジ効果増減)	プレを抑える効果大きい	プレを抑える効果大きい
外貨建 資産価値 の対前年変化	リスク小	リスク削減効果あり (相場次第でヘッジ効果増減)	リスク小	リスク小
キャッシュ フロー 変動リスク	リスク大 (ヘッジ手段の手仕舞い・R/O) [*]	リスク大 (ヘッジ手段の手仕舞い・R/O)	リスク中 (ヘッジ手段の手仕舞い・R/O オプション約定時のプレミアムコスト)	リスク小 (オプション約定時のプレミアムコスト)
プレミアムの 支払	なし	なし	^{**} あり (中規模のプレミアムコスト)	^{**} あり (大規模のプレミアムコスト)

^{*} R/O = ロールオーバー

東芝では外貨換算調整額の大幅な変動を受けて、バランスシートヘッジの方策を考えてみたのだが、歯切れの良い結論は出てこなかった。リーマンショック時の東芝というのはノーガード戦法で自社のバランスシートを管理していたのだが、結果として手許流動性危機を生んでしまった。デリバティブヘッジというのは、先物予約やオプションを駆使して純資産の変動を最小化する金融商品になるのだが、ヘッジコストが相当に高い。試算ベースにはなるが、単体のオプションを購入するだけでも対象資産 USD1,000M 相当に対して 40～50 億円は年間コストとして発生してしまう。さすがに、バランスシートヘッジという題目で 50 億円の「営業外」予算を経営トップに通すのは相当困難であると考えられる。また、図表 3-24 を見ていただくと、為替デリバティブのロールオーバー時にキャッシュフローの変動リスクが生じる可能性が出てくる。期末時におけるバランスシートの着地を見極める時に数十億円規模のキャッシュフロー変動が不意に生じるとなると、さすがに企業財務担当者は躊躇してしまう。東芝に限っていえば、有利子負債残高に対して強いコミットメントを敷いている為、期末付近でのキャップフロー変動は致命傷になりかねない。バランスシートヘッジを目的とした為替デリバティブの大義名分は成り立つのだが、どうしても企業財務の前線要求と折り合わないのが課題となってしまう。

残りの策は外貨での調達（インパクトローン）になるのだが、前述でも説明した通り、メインバンクとの調整が重要になってくる。また、外貨借り入れをヘッジ会計指定する場合には対象企業の買収時にヘッジ対象資産として指定する必要がある、買収後でのヘッジ

会計指定は不可能である。日本企業における外貨調達が思うように進まないのは、日本企業とメインバンクとの関係性も指定されるが、同時に言葉の壁というものも想像以上に大きい。日本の企業財務と企業法務に存在する現実とは英文契約書に対してノウハウの蓄積が少ないことである。インパクトローンを含め、海外での起債などを考えると、企業財務担当者個人の言語能力に委ねる部分が出てきてしまう。テクニカルな視点から外貨調達が難しいのではなく、日本人にとって言葉の問題というのが意外にも大きいことを現実問題として理解しなければならない。

外貨換算調整だけについて言えば、海外企業の買収時に Post Merger Integration として買収後の ALM を念頭に置いた負債計画というものを考えなければならない。ちなみに、ALM という概念はもともと金融機関のリスク管理のために米国で生まれたものである。Asset Management と Liability Management の両時代を経験してきた米国が、その双方の考え方・概念を組み合わせ、ALM という概念を作り上げ、資産と負債のリスクをコントロールしながらいかに利鞘を拡大していくかという命題に焦点を定めたのである。

目先の M&A の規模だけに目を奪われるのではなく、M&A 実施後のバランスシートにおける資産と負債のバランス関係を想定して負債を積み上げていくのが真の企業財務活動と言えるだろう。従って、日本企業におけるクロスボーダーの M&A 戦略というものは、M&A 実施前よりも実施後のほうがよっぽど重要であり、企業の継続性という基本概念に立ち返る必要がある。日本企業のアドバイザーに就く金融機関担当者についても、After Merger を念頭に戦略を組み立てる視野の広さが必要になってくると考えられる。

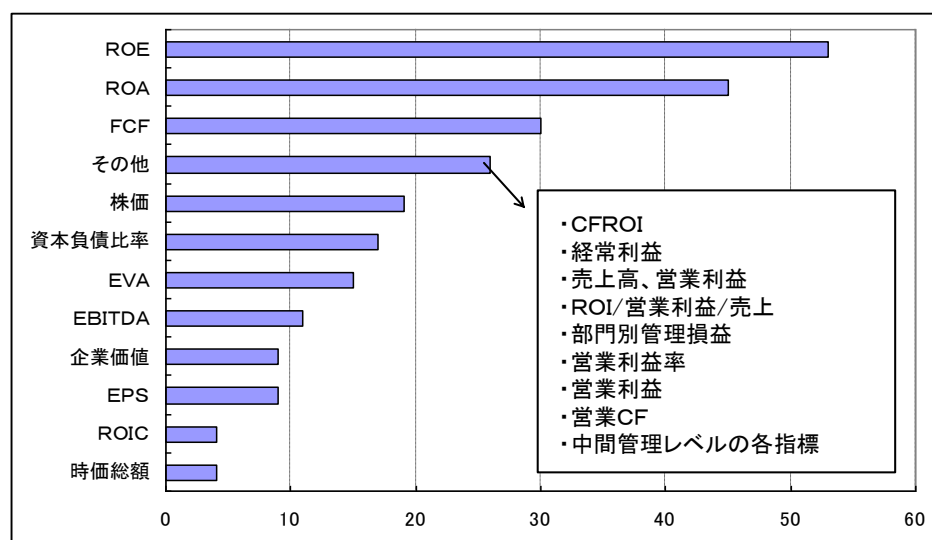
図表 3-25 では外貨換算調整額のヘッジ事例を取り上げているのだが、商社と金融機関が中心であり、事業会社の積極的な取り組みは残念ながら伺えない状況である。外貨換算調整額のヘッジというのは一見してコストアップのようにも思えるが、企業文化の違いというのも若干伺える。事業会社の場合は同じ純利益の枠組みにあったとしても、営業内利益と営業外利益では扱いが雲泥の差である。事業会社はモノづくりに直結した収益、すなわち営業利益を管理指標の中心に置き、為替差などに起因する営業外損益は大きくは注目されない傾向がある。これは日本企業における決算発表の内容を見ればわかるのだが、その殆どが営業利益を中心とした内容であり、経常利益や純利益は大きく取り扱われることは多くない。そもそも営業外損益を注視しない企業文化において外貨換算調整額のヘッジというのは検討され難い内容なのである。図表 3-26 では日本の経営者がどの管理指標を重要視しているのかを示した図になるのだが、EPS の位置付けが低いところを見ると、多くの日本企業経営者にとって純利益項目という存在はさほど重要では無いと伺えよう。

図表 3-25 外貨換算調整（海外純投資）のヘッジ事例

<p>・三井物産(2010年3月期 有価証券報告書)</p> <p>在外事業体に対する純投資の為替変動リスクを回避することを目的として、外貨借入金などのデリバティブ取引以外の金融商品を活用</p>
<p>・三菱商事(2010年3月期 有価証券報告書)</p> <p>為替予約及び外貨建借入債務などのデリバティブ取引以外の金融商品の活用</p>
<p>・丸紅(2010年3月期 有価証券報告書)</p> <p>在外事業体に対する純投資の為替変動リスクをヘッジするため、為替予約等を利用</p>
<p>・住友商事(2010年3月期 有価証券報告書)</p> <p>海外子会社等に対する純投資の為替変動リスクを回避するために通貨スワップを利用</p>
<p>・オリックス(2010年3月期 有価証券報告書)</p> <p>為替予約、海外子会社の現地通貨による借入金を利用</p>
<p>・野村ホールディングス(2011年3月期 第1四半期報告書)</p> <p>一部の重要な為替リスクをもつ在外事業体に対して、為替先物予約並びに外貨建長期負債を利用した為替ヘッジを行っており、これにヘッジ会計を適用</p>
<p>・日本板硝子(2010年3月期 有価証券報告書)</p> <p>外貨建資産に対しては、例えば同じ通貨建の借入金を設定するといった方法により、為替リスクのヘッジを実施。為替や金利の変動リスクへのエクスポージャーを望ましい水準にコントロールするため、デリバティブを用いたヘッジを行っており、具体的には金利スワップや為替予約をヘッジ手段として使用</p>

(出所：各社公表資料より抜粋)

図表 3-26 日本における経営レベル管理指標(上位指標) 2008 年 11 月実施時 調査結果(件数)



(出所：石田正・中澤進 (2010)、「包括利益経営」、日経 BP 社、pp. 278 より抜粋)

商社については、全般的に ALM を注視しており、究極的には各プロジェクト遂行による純資産価値の最大化を目指しているため、資産と負債のカレンシーミスマッチやマチュリティギャップ、そしてデュレーションギャップを極力解消する動きが散見される。カレンシーミスマッチとは名が示す通り通貨別に切り分けた資産と負債の構造から生ずるミスマッチであり、為替による時価評価影響を極小化すべく資産と負債の通貨種目を同一化させようという考え方ともいえる。マチュリティギャップは、資産と負債の償還・返済期日のずれを示すものであり、やもすると資金繰り管理の問題とも捉えられてしまうが、本質は金利改定時のタイミングを償還時期別に捉えるということである。マチュリティギャップは高度な数学の知識を必要としなく、金利リスクの勘所をおさえるには程よい考え方だが、欠点として金銭価値を同じ時間軸で比較していないことである。いわば、1 年未満の資産 100 億円と、5 年超の負債 100 億円は額面が同額であっても保有する金利変動リスクは全く違うものになる。マチュリティギャップは額面・簿価ベースでの判断基準しかならないため、時間軸による金銭価値を見逃すリスクが生じてしまう。デュレーションギャップは資産と負債における現在価値ベースで考えた加重平均年限の差となるのだが、利点は対象となる資産負債の期間がバラバラであっても、同一の土俵でリスクを考えることができる。ただデュレーションギャップにも苦手な部分があり、金利一単位あたりのリスク量は示しているものの、金利が何単位変動するのかというリスクを語っていない。金利の変動幅によってはリスクの捉え方は当然変わってくるし、それが一日で変わるのか 1 年で変わるのかも話は違ってくる。

従って、現状における典型的な ALM 手法では幾つかの弱点が散見されるものの、商社においてはカレンシーミスマッチ・マチュリティギャップ・デュレーションギャップの特徴をおさえながら、事業投資の意志決定を行っていると推定される。事業そのものの収益性を注視するために、為替や金利といった外部環境変化のノイズを意志決定から取り除いているとも理解できよう。事業会社における事業投資の意志決定は損益捻出中心の考えが中心になり、バランスシートをどう構成するかといった視野は多くの場合抜け落ちている。加えて、事業会社の大半の資産とすべての負債は時価評価されていないため、意思決定の軸足を現代会計の財務的手法に傾倒している事業会社からすれば、企業価値最大化の選択肢としての ALM やバランスシートヘッジは馴染まないことが多い。商社の場合は、収益性の定義を包括損益に傾斜し、また ALM 手法への一定の理解が存在しているからこそ図表 3-25 で示したような外貨換算調整額のヘッジが実行可能になったと考えられよう。

金融機関についても商社と同様に ALM 管理が徹底されており、加えてバーゼル規制による最低所要自己資本比率が設けられていることからバランスシートヘッジに対するニーズは相当高い。事業会社は自己資本比率がどうなろうとステークホルダーが容認すれば過小資本状態でも事業活動を行うことは可能である。しかし、金融機関については最低所要

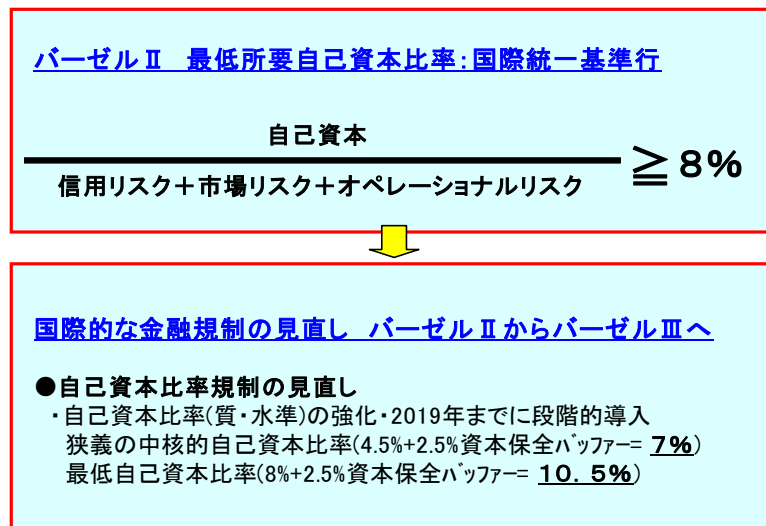
自己資本比率を満たすことが出来なければ事業活動に支障が出てくるので、金融機関における ALM 管理というのは極めて重要であり、バランスシートへの関心は自ずと高くなる。

図表 3-27 金融機関における代表的な ALM 分析手法

分析手法	内容	特徴
マチュリティギャップ分析	資産負債の金利改定タイミングのギャップを元本金額で表示する手法	運用調達のギャップを時系列的に把握できるが、現在価値ベースでリスクを比較していない
デュレーションギャップ分析	金利の一単位の変動に対する現在価値の変化額を測定する手法	期間が異なる資産負債の金利リスクを同一尺度で比較できるが、最大リスク量は語っていない
VaR分析	一定期間内での現在価値の最大損失額を測定する手法	為替、金利、株式等の異なるリスクを同一尺度で比較でき、ポートフォリオ効果を勘案した最大リスク量を把握できる

(出所：佐藤司 (2007)、「企業 ALM の理論と実務」、社団法人金融財政事情研究会、pp. 17 より抜粋)

図表 3-28 バーゼル規制における自己資本比率規制の概要



金融機関においてはバーゼル規制により自己資本比率に対する相当の余裕度というのは存在せず、また商社においても仲介ビジネスが基本の商売体系である為、総需要の変動

に対して想定以上の影響が出る可能性は否めない。だからこそ、商社や金融機関はバランスシートヘッジを通して ALM 管理を徹底し、いかなる状況に陥っても事業活動にブレーキが掛からないよう留意していると考えられる。東芝について考えれば、同社の 10% 台の自己資本比率という現状はバーゼル規制に対応している金融機関の現状と類似している部分が存在していると言って間違いは無さそうである。言い換えれば、東芝のような過小資本かつボラタイルな事業を抱えている企業は、ALM に着目した企業財務戦略を打たない限り、CDS 爆発のような事態が再度襲ってくる可能性がある。

2009 年 3 月末の手許流動性危機を乗り越えた東芝は、その後の 2009 年 5 月に公募増資 3,174 億円と劣後債 1,800 億円の資金調達を実施した。公募増資については原子力事業の拡大基調を想定した設備投資資金充当を軸足に据えて投資家からの資金を集めることに成功し、劣後債については資本性 50% による自己資本比率の持ち上げとそれによる格付け対応に寄与した。公募増資については、東芝の自己資本比率持ち上げによる延命措置とも見受けられる内容であるが、一時的には東芝に安堵感をもたらす一方で、その後の配当政策に重荷を加えることになる。

劣後債についても、資本性 50% ということもあり、一時的には東芝の格付け対応に寄与したが、年利 7% を超える高利率は確実に東芝の将来キャッシュフローを痛めつけることになる。公募増資と劣後債は一時的な延命措置と引き換えに将来における東芝のキャッシュフローを棄損する内容になっている。しかも、劣後債の借り換えについては同等の資本性を有する資金調達方法を選択する必要がある為、将来の財務戦略において止むを得ずエクイティ調達を選択しなければならない状況が生まれてくると想定できる。

図表 3-29 2009 年 5 月実施の公募増資と劣後債の概略

<p>公募と第三者割当による新株式発行</p> <p>1. 手取概算額合計: 金3,174億円</p> <p>2. 発行価格: 1株につき金333円</p> <p>3. 調達資金の使途: 設備投資資金に充当</p>
<p>利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債 (劣後特約付・適格機関投資家限定)の発行条件</p> <p>1. 社債総額 : 金1,800億円</p> <p>2. 利率 (1) 2014年6月25日以前の利払日における利率 : 年7.5%(固定利率) (2) 2014年12月25日以降の利払日における利率 : 6か月円ライボー(LIBOR)に7.5041%を加えた利率(変動利率)</p>

(出所：同社 HP ニュースリリースより抜粋)

東芝の公募増資や劣後債については、一時的な延命措置の意味合いが強いとはいえ、2010年3月末の自己資本比率は14.6%と2009年3月末の8.2%から考えると幾分安心感の持てる水準まで持ち直した。しかし、自己資本比率の持ち上げだけで済むような上手い話は存在せず、未来成長を約束した上での公募増資というのは当然の如く難儀を強いるものになる。2011年3月期には85億円の配当金を拠出しているが、それら配当金の源泉は東芝単独へ吸収される関係会社からの配当金である。東芝の連結有利子負債残高を縮小すべく関係会社の余剰資金を活用する一方で、それら関係会社は余剰資金を用いて配当金の原資を東芝単独に提供するのである。グループファイナンスの目的であるグループ間の資金融通効率化において、関係会社の余剰資金が縮小・ゼロ化する方向に向かえばグループファイナンスのインフラ構築は無意味化してしまうのである。公募増資は危機回避手段としては最適かもしれないが、その代償として将来における株主への配当拠出を何が何でも実行するという暗黙のコミットメントが敷かれる。経営者の判断からすれば、関係会社からの配当性向を極限まで高めて、配当収益とそれに準ずる余剰資金を東京に寄せる必要が出てくる。グループファイナンスの妙味は失われ、かわりにセントラルファイナンスという定義が発生するのである。

もちろん、資金調達の立場としてエクイティファイナンスは「返さなくていいお金」だから良いという意見も聞こえてくるが、決してそうではない。将来の配当拠出をコミットした経営者からすれば、手段選ばずに単独勘定に収益を寄せるので、その経緯において過去積み上げてきた金融インフラが犠牲になることを財務担当者は忘れてはならない。

第4節 東芝が直面している「ひきこもり現象」

2009年3月末には1兆8,107億円もの巨額の有利子負債残高を抱えていた東芝は、2011年3月末には1兆813億円まで有利子負債削減を進めることに成功したが、図表3-30が示す通り、見方を変えれば公募増資と劣後債にて新規調達した資金が有利子負債削減に活用され、2010年3月期と2011年3月期に創出されたフリーキャッシュフローは研究開発・設備投資と有利子負債削減に使われただけでも理解できる。しかも、リーマンショック後の東芝は選択と集中による投資案件の絞り込みにより、総合電機メーカーという呼称からやや幅を狭めた意味合いの複合電気メーカーという呼称に変化しており、「あらゆる機械の考案を、お受けいたします」と謳った創業時と比較すれば、携わろうとしている技術分野の種類は減少傾向にあると言える。研究開発と設備投資は金額的には現状維持を意味するのだが、その中身は確実に多様性が薄れているとも言える。

図表 3-30 東芝におけるリーマンショック後の有利負債残高削減額内訳

2009年3月末 有利子負債残高	18,107 億円
2011年3月末 有利子負債残高	10,813 億円
有利子負債削減額	-7,294 億円
公募増資	3,174 億円
劣後債	1,800 億円
2010年3月期 FCF	1,985 億円
2011年3月期 FCF	1,594 億円
2010年・2011年3月期 設備投資額	-512 億円
2010年・2011年3月期 研究開発費	-632 億円
その他	115 億円

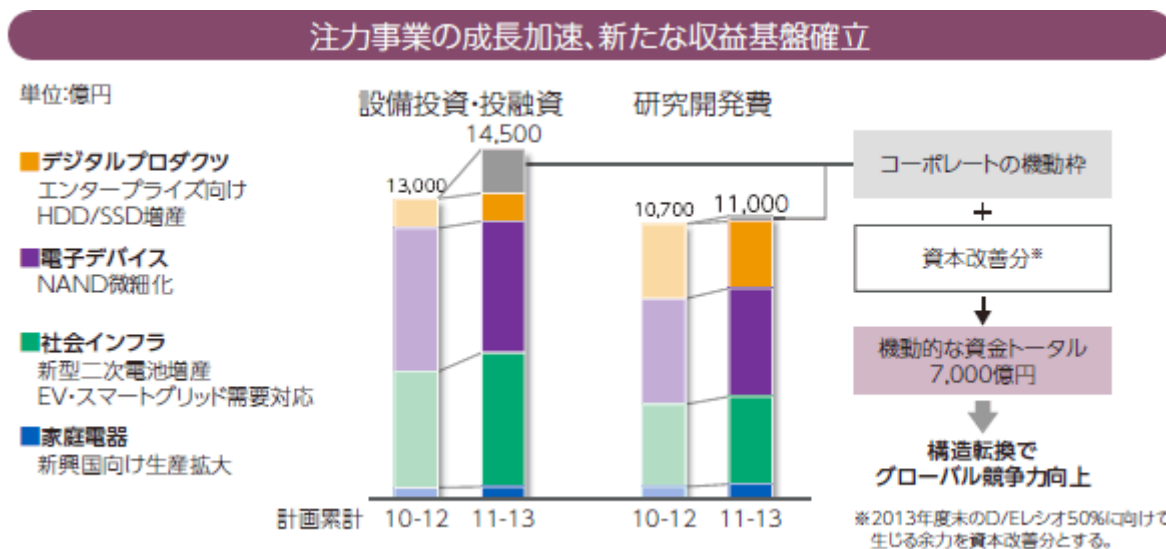
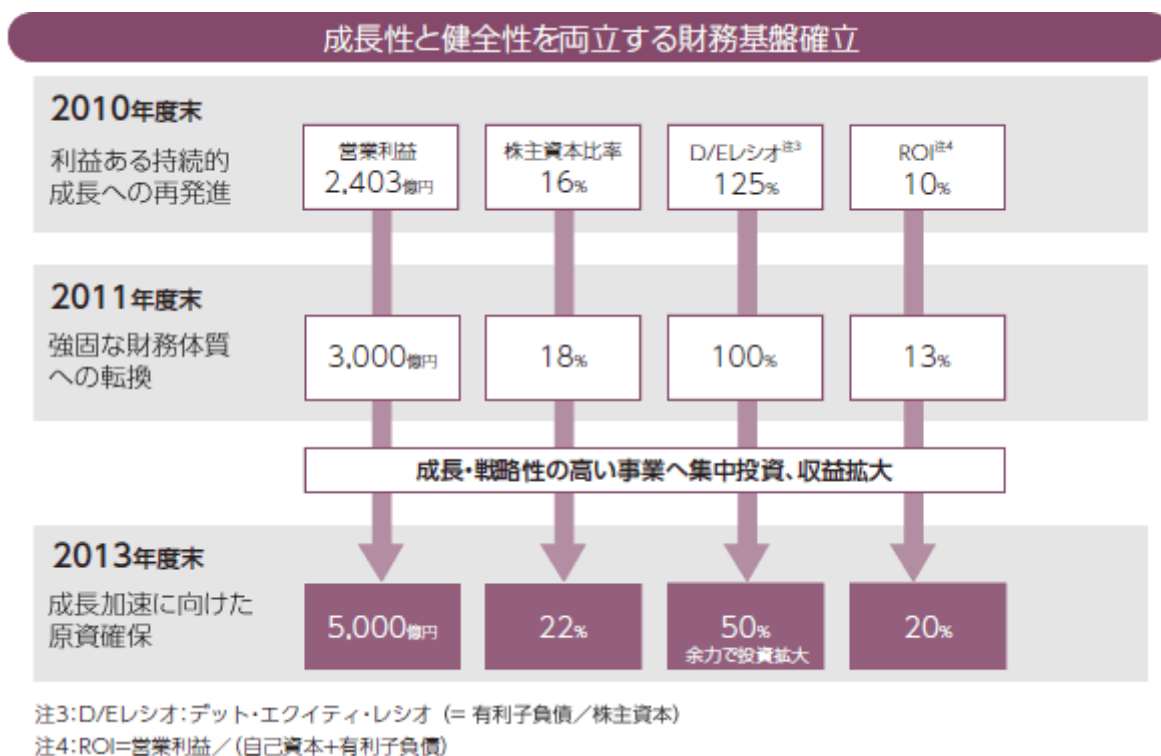
(出所：同社 HP 投資家情報(IR)より抜粋)

世界規模で金利環境が低水準化に向かうなかで、東芝は有利子負債削減に傾倒し、新規ビジネスを想起させるような積極的な投資というのは行ってこなかったのが事実である。勿論、リーマンショックによって膨らみすぎた有利子負債残高をある程度まで縮小させるのは必要かもしれないが、将来キャッシュフローを増大させるような前向き姿勢の事業投資が無くなってしまったのは残念でならない。リーマンショックを経験した東芝でいま起きているのは、まさに「ひきこもり」そのものであり、このまま単純に有利子負債削減を進めているだけでは同業他社の追随を許してしまうだけになってしまうと考えられる。世の中を驚かす技術革新を生み出す実力を持ちながら、有利子負債積み上げの呪縛から抜けられず、変化に躊躇しているのが東芝のいまである。

図表 3-31 は東芝における中期経営目標指標を示したものになるのだが、そのなかで D/E レシオの数字を見て頂きたい。2010 年度末の D/E レシオ 125%を 2013 年度末には 50%まで削減するということは、事業活動から生まれるフリーキャッシュフローのうち 5,000 億円以上もの金額が事業投資に充当されるのではなく有利子負債の返済に充当されるのである。成長と戦略性を掲げている一方で有利子負債の極端な削減を打ち出しているのは

二律背反にも正直感じ取れるが、問題はやはり東芝の探求と情熱の DNA に資金が充てられるのではなく、最終的には負債削減以外は何もないという現実である。

図表 3-31 東芝の中期経営目標指標 (2011 年 5 月発表)



(出所: 同社 HP 投資家情報(IR)より抜粋)

市中金利が極限まで低下し、誰しもが低利による借入が享受できるにも関わらず、東芝がD/E レシオの改善を外部に打ち出すのは、過去に起きた格付け危機やリーマンショック後の手許流動性危機の反省からくる部分もあるだろう。ただ、このD/E レシオという指標には決定的な弱点が存在することを忘れてはならない。それは手許現預金残高の削減がD/E レシオの改善につながるケースがある。手許現預金残高の一部を有利子負債の削減に充当してD/E レシオを削減することができるのである。手許流動性とD/E レシオのトレードオフ関係を無視して、D/E レシオの数字ばかりを追いかけていると大きなしっぺ返しが待っていることを忘れてはならない。

東芝の過去に起きた事象を見れば、多額の有利子負債を抱えることへのストレスを感じるのは少し理解できる。しかし、具体的な策が見えない有利負債削減とそれによるD/E レシオの改善というのは東芝の経営スタイルとして攻めの姿勢が欠落していると自分は感じる。東芝の経営目標を見る限り、D/E レシオの改善が優先事項であり、D/E レシオ改善後に残った余剰資金を戦略資金とするのは、成長よりはむしろ会社の計数作りに傾倒していると言っても過言ではない。これでは新しいモノづくりを目指す会社なのか、はたまた従業員が生み出したキャッシュフローを借金返済に回すだけの会社なのか、東芝の目指す方向性が曖昧模糊となってしまっている。東芝の企業金融は有利子負債のロールオーバーと削減を実行するだけに留まってしまい、真の成長分野に適切な資金を充当するという企業金融本来の姿を失いかけている。

ここで東芝に起きているひきこもり現象を深く考えてみたい。東芝の目の前に新しい事業機会が生まれた時、同社は有利子負債を主とした資金により事業投資を実行する。負債の計上と資産の計上が同時に成り立ち、仮に対象資産の信用にクランチが生じたらどうなるか。対象資産から生じる評価損は事業投資の原資である負債価値を直撃するのではなく、純資産を棄損する結果となる。現代会計による財務的表現手法は原則として負債時価評価を認めていない、したがって評価差額は全て純資産影響に集約されてしまうのである。従って、現行の会計に縛られている企業からすれば、純資産棄損により悪化した自己資本比率を有利子負債削減により地道に改善しながらどこかで円安回帰を期待するか、もしくはバブル再来による総需要の改善を限界ぎりぎりまで待つてしまうのである。

加えて、やみくもに有利子負債削減を目指すべく、関係会社の余剰資金を東京に集中させれば、資金管理の自由を失った関係会社における企業財務のスキルセットというのは縮小に向かうだけになってしまう恐れがある。グループファイナンスとして企業財務のノウハウを海外に拡げてきた東芝が有利子負債削減の目的だけで今まで築き上げてきた人材インフラや貴重なノウハウを放棄するのは悲しい事実でもある。

自身は現代会計による財務的表現手法を非難するつもりはなく、あくまで会計における表現のひとつでしかないので、「それはそれ」と理解すれば何ら問題はない。しかし、経

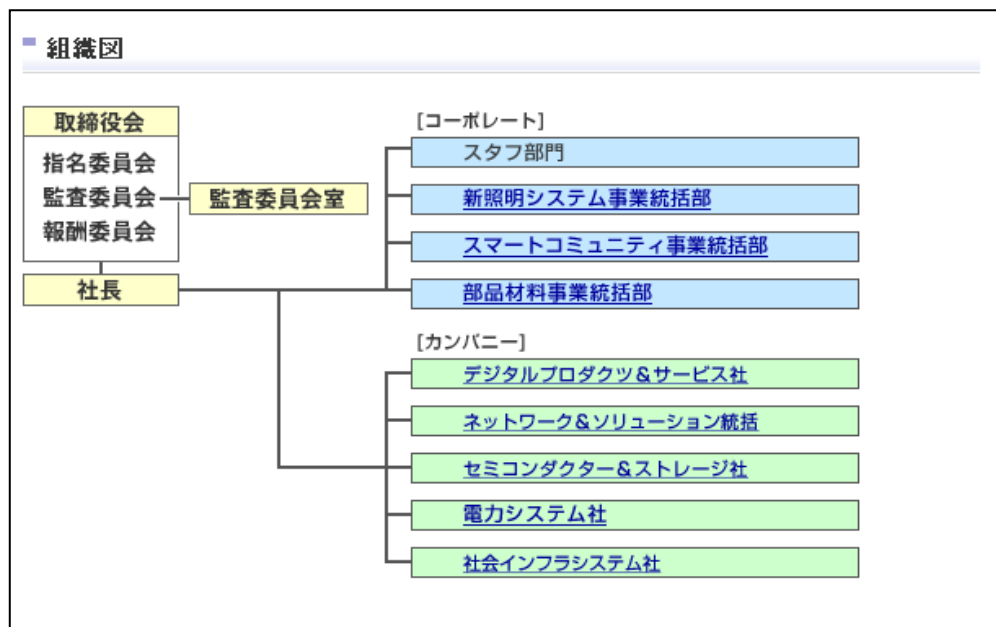
営者の多くは会計の専門家でも無ければ経済の専門家でもない。大衆投資家と同じように、企業や会計から発信される定量情報に一喜一憂するのが経営者であるとも考えられる。一時の経済ショックが自社の過小資本状態を生み出すと考えれば、安心安全を担保するために有利子負債を削減するというのは当然の行動だと理解できる。しかし、そのような表面的な定量情報による意思決定というのは当然ながら事象の本質を見抜いていないことが殆どである。ひきこもり化しつつある東芝の現状で考えれば、事象の本質を見抜くというのは自社が抱える有利子負債残高の時価を認識するということである。

第4章 プロシクリカルレバレッジと コーポレートガバナンス

第1節 自分史から見た東芝の重心

田中久重と藤岡市助が残していった探求と情熱のDNAは今の東芝に受け継がれているはずであり、自分はその東芝という会社に2003年10月に入社した。東芝は本邦総合電機メーカーの代表格として、携わっている産業分野は多岐に渡る。AV デジタル機器、生活家電、半導体・電子デバイス、システム・エネルギー・社会インフラと大きく4分野に事業体を分けているのが東芝であるが、その中でも半導体と原子力というのは東芝が持つ主力事業である。半導体は収益力は高いがボラティルな事業であり、一方で原子力を中心としたインフラビジネスの安定収益が半導体のボラティリティを底支えするというのが東芝の基本形である。

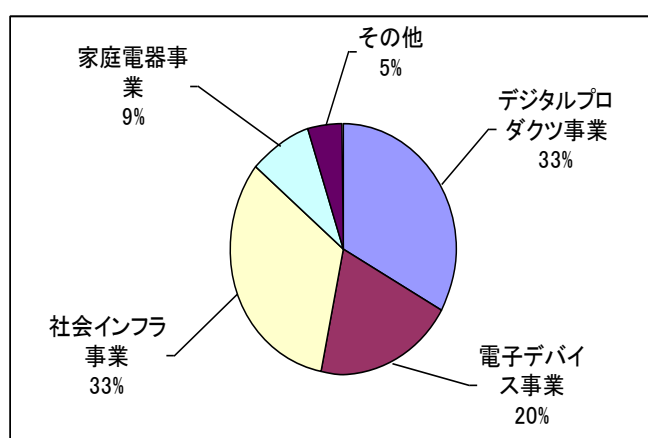
図表 4-1 東芝の組織図



(出所：同社 HP 投資家情報(IR)より抜粋)

図表 4-1 が示す通り、東芝はカンパニー制を敷いており、デジタルプロダクツ&サービス社・ネットワーク&ソリューション統括・セミコンダクター&ストレージ社・電力システム社・社会インフラシステム社と大きくは5つの社内カンパニーが存在する。それぞれの社内カンパニーにはカンパニー社長と呼ばれる執行役が存在し、カンパニー権限の範囲内で自由闊達な事業活動を行っている。社内カンパニーとは別にコーポレート部門が存在しているが、位置付けとしては東芝グループ全体の間接部門であり、財務経理の分野で言えば社外対応とグループ計数取り纏めが主たる業務範囲になる。

図表 4-2 東芝の事業別売上高内訳(2011年3月期実績)



(出所：同社 HP 投資家情報(IR)より抜粋)

社内カンパニーから出てくる計数は事業グループ別に集計され、「セグメント別業績」として社外公表される。東芝という会社は前述でも指摘した通り、半導体を中心とした電子デバイス事業と原子力を中心とした社会インフラ事業で全社営業利益の約9割を稼いでいる。半導体はボラタイルな事業であるが営業利益率が4~7%と全社計数における約2倍の利益率を叩き出している。社会インフラについては原子力・火力・水力等の全体で約5%の営業利益率を毎年稼いでおり、リーマンショックに代表されるような経済ショックに対する耐性が強い。プラントビジネスは受注・据付の段階では収益ゼロベースで契約されるケースが多いのだが、主な収益源は据付後の保守・点検の部分である。現状の携帯電話ビジネスと非常に類似しており、一度契約を取り交わせれば長期間の収益・キャッシュフローが見込めるのである。携帯電話端末自体の費用が相当ディスカウントされていると時々実感するように、プラントビジネスもまた受注・据付時に一時的な低収益インパクトを被っているのである。

そして、東芝全社としてのイニシアチブと社内カンパニー個々のイニシアチブを調整す

るのが同社の管理会計制度であり、殆どの構成員は管理会計制度下の業績評価制度を睨みながら事業の意思決定を下しているといっても強ち間違いにはならない。「売上」「営業利益」「資金収支」の三本柱を中心に定量評価の改善を目指しているのが東芝の現状であり、下世話な話になるが個々の賞与評価に大きく影響してくるため、個別最適に強く傾斜した経営判断からくる不経済コストの温床にもなっている。ここで問題となってくるのが、業績評価マトリックスや経営計画の基礎になっている「安定した総需要シナリオ＝右肩上がりの経済成長モデル」と「安定した市場環境シナリオ」である。管理会計から強く影響を受ける構成員・現場担当者にとって痛烈に感じ取れることは、現代の管理会計が「安定成長シナリオ」という所与を条件に存在していることである。これは管理会計の分野を学術的見地から論じているサプライサイドの目線からは感じ取りにくい、いわば現場のデマンドサイドから派生する考えでもある。

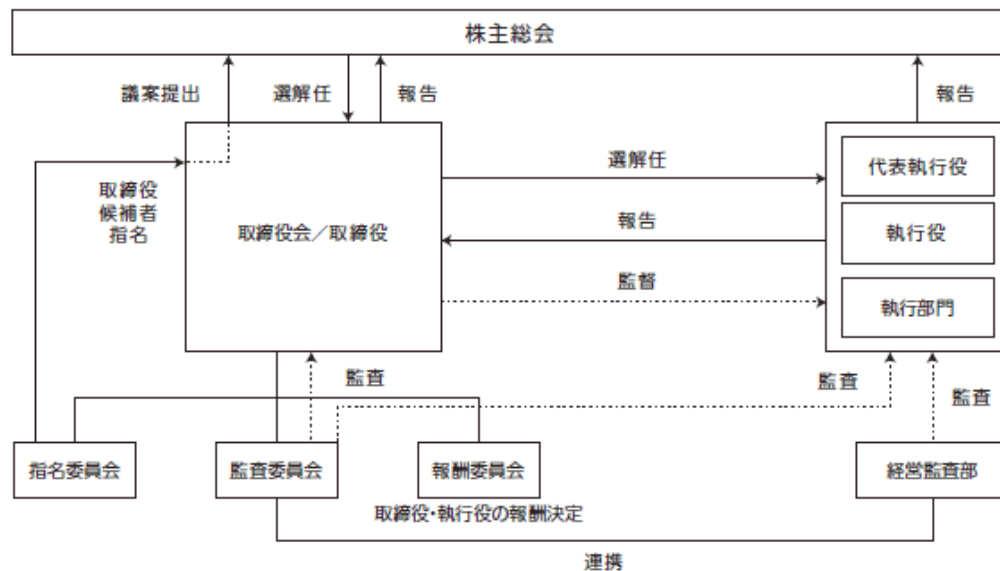
東芝の管理会計制度については個々の構成員心理に影響を与えるものではあるが、その影響というのは俗人的かつミクロの影響に留まる部分が多い。何故かと言えば、大規模投資や M&A など、世の中にインパクトを与えるような意思決定というのはコーポレート権限で決めるものであり、会社を左右する意思決定は執行役社長に委ねられているからである。自身の経験から言えば、管理会計制度は構成員の心理に働きかける程度におさまっており、東芝の重心には成り得ていない。東芝のカルチャーを伺う上で管理会計制度を知することは重要だが、それでは東芝の重心を知る十分な答えにならない。

自分は東芝のスタッフ部門である財務資金担当に配属して8年弱もの期間を企業金融活動に費やしてきた。テクニクとしての企業金融も学んだのは勿論のこと、通常の教科書では語られることのない俗人的な企業金融観というのも体験してきた。自分自身、企業金融活動において何が一番大切かと聞かれたら、迷わず「コーポレートガバナンス」と答えるだろう。当たり前の話だが、会社の意思決定において1円のお金を動かすにも決済権限というものが存在する。さすれば、企業金融活動における意思決定にも当然ながら決済権限というものが存在し、その決済権限の在り方を定義するだろうコーポレートガバナンスの存在が何よりも重要になってくる。世間一般の財務担当者は表面的な金融テクニクをつい追いかけてしまうのだが、その金融テクニクを活用するためにも会社のコーポレートガバナンスを認識するのは大事である。

東芝の重心はまさに同社の意思決定メカニズムに在るとも言える。それは、東芝の企業金融における意思決定や行動様式に大きな影響を与えるコーポレートガバナンスの存在である。東芝のコーポレートガバナンスにおける組織形態は委員会設置会社であり、従前から社内カンパニー制度を設けているなか、様々な意思決定が「執行部門」を始めとする「現場」に権限移譲されている。結果として、現場レベルにおいての柔軟かつ機敏な意思決定の連続を実現可能としている。委員会設置会社移行前(2003年以前)は毎月の取締役会で10件前後の案件を決議していたのが、移行後は毎月1件あるかないかのレベルまで落ちてきている。委員会設置会社という権限移譲型のガバナンス形態が今日の「攻めの東芝、

暴れ馬」を作り出していると言っても過言ではない。

図表 4-3 東芝のコーポレートガバナンスの概要



- ・取締役会は、取締役13名中、社外取締役3名に、取締役会長、社内出身の監査委員2名を加えた6名が執行役を兼務しない体制となっている。
- ・各委員会の概要については、指名委員会は社内1名、社外2名、監査委員会は社内2名（常勤）、社外3名、報酬委員会は社内2名、社外3名の取締役をもって構成されており、指名委員会、報酬委員会の委員長は社外取締役が務めている。
- ・社外取締役のスタッフの配置状況については、監査委員である社外取締役3名に対して、専任の監査委員会室スタッフがサポートしているほか、指名委員、報酬委員である社外取締役については担当のスタッフ等が必要に応じてサポートしている。
- ・当社は委員会設置会社であり、業務執行事項の決定については法定事項や企業価値、株主利益に著しい影響を及ぼす事項を除き、取締役会から執行役に権限委譲が行われ、取締役会は監督機能に徹することとしている。
- ・執行役に権限委譲された業務執行事項のうち、最重要事項については執行役社長がコーポレート経営会議等で決定し、他の事項はカンパニー社長等がカンパニー経営会議等で決定。コーポレート経営会議は、原則として毎週1回開催されている。

東芝のガバナンス改革の流れ

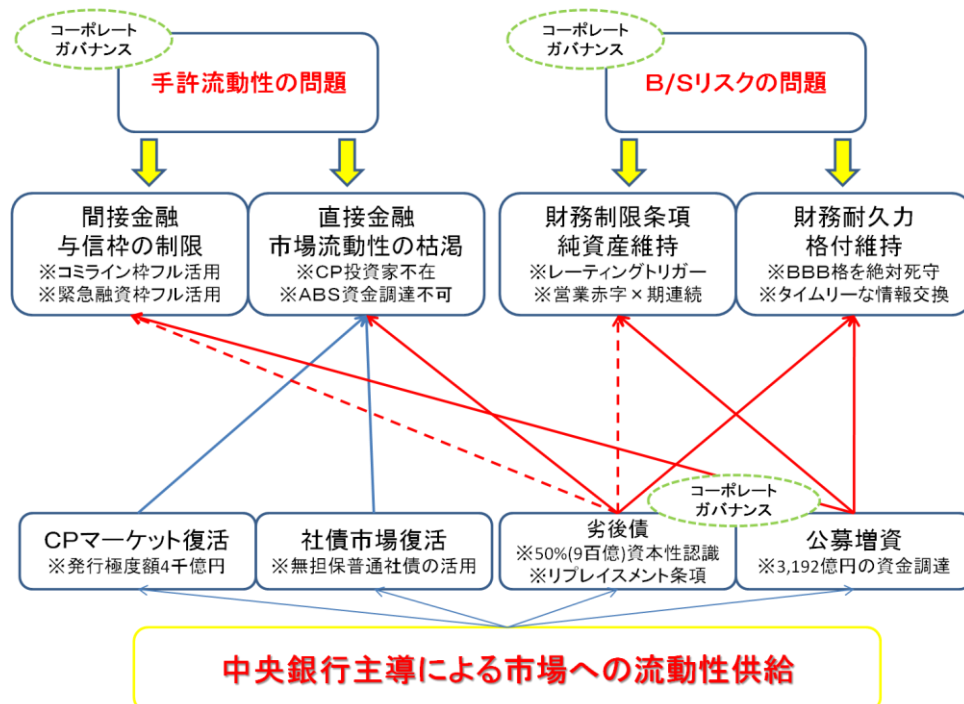
- 1998年 執行役員制度導入
- 1999年 社内カンパニー制度導入
- 2000年 指名委員会・報酬委員会（任意）を設置
- 2001年 社外取締役3名体制、取締役任期1年
- 2003年 委員会設置会社に移行

（出所：同社 HP 投資家情報（IR）より抜粋）

ここまではポジティブなイメージの強い委員会設置会社だが、現状においては欠点があると自分は感じている。委員会設置会社というのは、昇るときは激しく昇るが、コケるときは鮮やかにコケるのである。委員会設置会社は執行役(社長)の推進力が極めて強く働くかわりに、執行役の意思決定に狂いが生じた時に「鬼教官」の如くブレーキを踏んでくれる存在が欠かせない組織形態と言える。本来であれば、社外取締役が株主の代表として執行部門に物申す機会が多数存在しても良いはずなのだが、大企業独特の空気感のせいなのか、自ら進んで議論を生み出そうとする社外取締役は残念ながら自分は拝見したことがない。本来の社外取締役は企業から独立した存在であり、企業の開示情報にも社外役員の独立抽象性は明確に謳われている。だからこそ、社外取締役は執行部門のブレーキ役として機能しなければいけないのだが、「明るい共産主義」とも言える日本独特の企業文化が社外取締役の存在意義を打ち消していると自分は常々感じている。

ただ、勘違いしていけないのは、リーマンショックから派生した人知を超える経済ショックを乗り越える原動力となったのは委員会設置会社だからこそ成し遂げられたことだと自分は感じている。「危機から脱する」という一つの目標に全構成員の焦点が集まったとき、これもまた人知を超える速さで企業活動は自己修復に向かっていくのである。後述にて詳細を説明するが、リーマンショックに係る東芝の危機を生み出した要因のひとつはコーポレートガバナンスであると自分は考えているが、その危機を想像以上の速さで修復したのもまたコーポレートガバナンスである。

図表 4-4 コーポレートガバナンスによる東芝企業金融への働きかけ



図表 4-4 はコーポレートガバナンスが東芝の企業金融にどのような影響を与えたかを自分が纏めたものである。個々事象の詳細については後述にて説明するが、東芝の手許流動性問題、B/S リスク問題、劣後債と公募増資実行への素早いアクション、それら全てがコーポレートガバナンスから生じたものと自分は理解している。言い過ぎかもしれないが、委員会設置会社の企業金融を経験した自分にとっては「神の見えざる手」にも表現できるような「人間そのものが持つ自浄作用」というものを現場で感じることはできたと思う。

委員会設置会社が持つ権限移譲スタイルによって、構成員の心理が事業活動に大きく影響を与えると考えれば、今の東芝で起きているひきこもり状況のメカニズムが透けて見えてくる。リーマンショック前の状況はドル円相場が 100 円を常時超えている状態であり、加えて日経平均も 2 万円台にいくのかと思うぐらいにパフォーマンスは好調であった。東芝のバランスシートからすれば絶好の状態が継続し、純資産バランス・自己資本比率は改善を続けていた。権限移譲をされた事業部担当の執行役からすれば、ここぞとばかりに事業投資の積み上げを実行し、その時まで失われた事業機会のチャンスを取り戻そうと必死になる。もちろん、執行役の判断は決して間違っていない。会計情報・財務状態を見る限りでは純資産バランスは増加傾向にあり、数字上は黙っていたらデレバレッジに向かっているのである。企業価値の増大をノルマに課せられた執行役であれば、誰しもが積極投資を打ち出すはずである。市場環境が boom に向かえば、事業投資を boom に向かわせるのは普通の判断である。

しかし、リーマンショックが発生して市場環境が悪化に向かった時、執行役が考えるのは債務超過の回避としてあらゆる経費削減手段と投資案件凍結である。東芝における委員会設置会社下でのカンパニー制度というのは、事業責任の明確化であり、選択と集中に裏付けられた債務超過ビジネスのスピノフを目的としたものである。事業環境が burst すれば、事業投資やコスト構造を burst させて事業の債務超過化を防ぐのが執行役としての当然の行動様式になる。決済権限が移譲されている執行役からすれば、あらゆる手を尽くしてスピノフされるのを回避するわけであり、資金調達環境が緩和されようとも、そのような事象には目も暮れず、ただひたすらに今日明日を生き延びる策を講じるのである。

委員会設置会社というのは執行役の意思決定に強い推進力を効かせるかわりに、良い意味でも悪い意味でも「行き過ぎる」という難所がある。欠点ではなく、「難所」と表現したのは、執行役の判断基準は感情的なものから派生するのではなく、会計情報・財務状態など定量的情報から派生する部分が多いからである。執行役は入手できる情報の限りでベストエフォートの決断を下しているとも考えられる。言い方を変えれば、会計情報・財務情報に含まれる「ある種の歪み」が執行役の意思決定を通じて、事業活動の行き過ぎた boom & burst を生み出しているとも考えられる。

図表 4-5 東芝におけるコーポレートガバナンスの考え方

東芝グループは、経営の効率性、透明性を向上させ、株主の立場に立って企業価値を最大化することをコーポレート・ガバナンスの基本的な方針、目的としています。

～東芝のガバナンス体制について～

- ・当社は経営の効率性、透明性を向上させ、株主の立場に立って企業価値を最大化することをコーポレート・ガバナンスの基本的な方針、目的としています。
この方針の下、1998年に執行役員制度を導入して取締役会の少人数化、活性化を図り、2000年には任意の指名委員会、報酬委員会を設置し、2001年には社外取締役を3名体制とし取締役の任期も1年に短縮するなどの経営改革を行ってきましたが、委員会設置会社制度導入が認められた2003年には経営の効率性、透明性の一層の向上を図るため、株主総会決議を経て委員会設置会社に移行しています。
- ・当社は、委員会設置会社として、経営の基本方針等の決定及び監督の機能（取締役会、各委員会）と業務執行の機能（執行役）とを分離することにより、経営の監督機能の強化、透明性の向上を図るとともに、経営の機動性の向上を目指しています。
- ・取締役等の選任や報酬面では、取締役の選解任議案の内容の決定は指名委員会が行い、それに基づき株主総会が選解任の決議を行います。また、取締役、執行役の個人別の報酬の内容の決定は報酬委員会が行います。さらに、当社では、法定事項のほか、執行役社長選定解職議案の策定、各委員会委員の選定解職議案の策定も指名委員会が行うこととしています。

（出所：同社 HP 投資家情報 (IR) より抜粋）

図表 4-5 が示す通り、執行役は本来有する力を最大限発揮しているのである。それが結果として、東芝における現状のひきこもり化やリーマンショック後に発生した手許流動性危機を発生する要因のひとつになっているのなら、考えるべきはその執行役が持つ力の使われ方であると思われる。言葉を換えれば、事業活動におけるプロシクリカリティというのは構成員の心理の浮き沈みから派生するものではなく、意思決定メカニズムに組み込まれた情報の特性・歪みから生み出されるものだとして自身は考えている。執行役の行動、すなわち人間そのものの考えや心理を虚勢するようなプルーデンス政策を施すよりも、ひとつの情報要素を調整するだけのほうが「振り子の振れ幅」を調整するには効果的ではないかと自分は考えている。モノづくりの観点から言えば、不規則に動く機械を周囲から強引に押さえつけるのではなく、ネジの締め具合や部品の状態を調整するだけのほうが機械の状態を劇的に改善させるのにより効果的であるということである。

前述にもあるとおり、権限移譲型の意思決定モデルというのは危機時において人知を超える自浄作用を発揮したと思われる。東芝を例にすれば、構成員の全員が東芝の危機を認識し、移譲されている権限の範囲内で最大限の危機緩和活動を実施しようとした。もし、リーマンショック後の危機時において東芝がトップダウン型の意思決定モデルを施していたら、今の東芝の姿は無かったかもしれない。構成員の持つ力を最大限に引き出した事実が存在する限りでは、委員会設置会社という存在は非難されるものにはならないと自分

は考えている。ただ、ひとつ言えるのは、委員会設置会社による意思決定モデルは事業会社を取り巻く情報の特性・歪みというのを如実に表わしているということである。

第2節 プロシクリカルレバレッジのメカニズム

事業会社の意思決定に強い影響を与える存在を推し量るうえで、企業金融・企業会計の見地から考えると、必ず注目されるのが時価会計の存在である。時価評価の存在意義というのは、リーマンショック後のクレジット市場における急速悪化を受けて多くの金融機関が保有資産の多額の売却損や評価損を余儀なくされるなかでも注目されたトピックでもある。各国政府や監督当局等が特に興味を持っているのが、時価会計が市場の振幅を増幅させるのではないかという問題である。つまり、保有資産の時価下落が純資産の棄損につながり、リスク許容力が低下することで、資産の売却とは異なる時価下落を連鎖的に生み出し、市場や金融機関の経営を不安定にしないかということである。もちろん、時価下落局面だけでなく、時価上昇局面では純資産の上昇によってリスク許容度が増加するので、結果としてスパイラル的な価格上昇を促し、市場の価格変動を結果的に大きくしてしまうことも意味している。

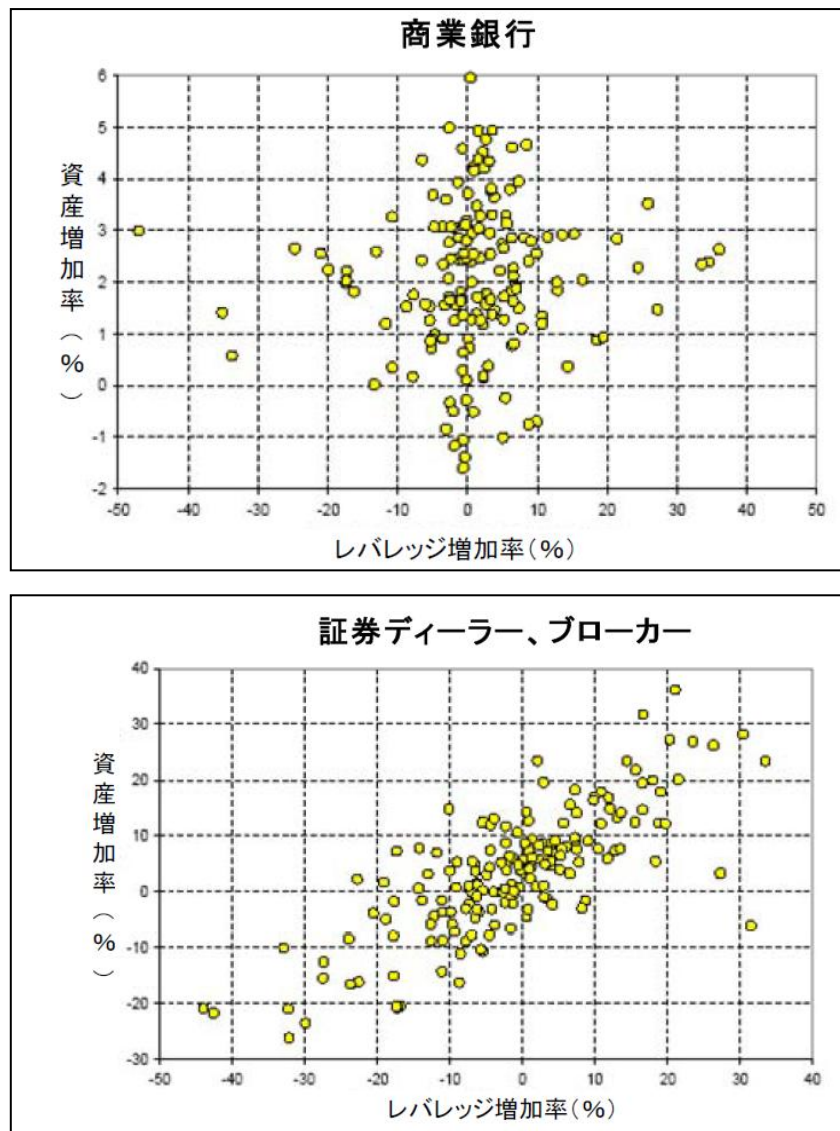
これは、バブル形成のシンプルなメカニズムを説明しているわけではなく、政府や監督当局等が懸念しているのが、会計基準の厳格化や金融機関への資本規制・リスク管理がバブル形成のメカニズムに歯止めをかけるところかむしろ、助長するように働いているのではないかということである。このような議論のきっかけとなったのは、サブプライム問題が深刻化しようとしていた2007年6月にBIS年次カンファレンスで、ニューヨーク連銀のシニア・エコノミストのトビアス・エイドリアンとプリンストン大学のヒュン・ソン・シン教授が行った「流動性と金融サイクル：Liquidity and Financial Cycles」という発表であった。

発表の内容では、まず、商業銀行においては一定のレバレッジを保つような経営がされていることが確認されている。商業銀行では、資産が時価評価される一方で、負債については非市場性の預金で調達されている割合が高いため時価評価が適用されない。よって、資産価値が上昇すると評価益等によって純資産が上昇し、結果としてバランスシートがデレバレッジに向かう。そこで、レバレッジを一定に保つために負債を増加させるインセンティブが働くというメカニズムが商業銀行には存在する。つまり、低金利等で市場が好調で資産価値が上昇局面にあるときに、更に負債を積み上げて貸し込むという減少が生じやすくなるという説明である。逆に、リーマンショック後の資産価値下落局面では、市場環境悪化に伴って反対のスパイラル減少が生じることも意味している。

次に、投資銀行等については資産規模が拡大するにつれてレバレッジが拡大することが

確認されている。投資銀行等については、負債の多くが短期証券の発行やレポ取引など市場を通じたものが中心であるため、バランスシートの右も左もほぼ時価評価されており、商業銀行のようなミスマッチは生じないとしている。投資銀行等はリスク管理の手段としてバリューアットリスクやエコノミックキャピタル等を利用しているため、市場が好調な時はボラティリティの低下によって単位当たりのリスクが低下し、結果として純資産に余裕が生じてレバレッジの引き上げが可能になる。

図表 4-6 資産増加とレバレッジ



(注：レバレッジ＝資産÷自己資本、1963年から2006年までの四半期データ)

(出所：Adrian, T., and H. S. Shin (2008), “Liquidity and Leverage,” unpublished working paper, <http://www.princeton.edu/hsshin/www/LiquidityLeverage.pdf>)

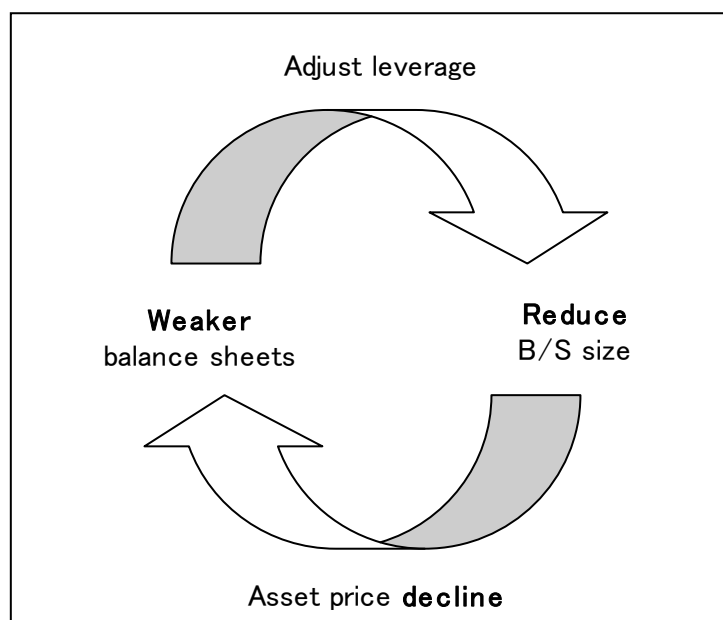
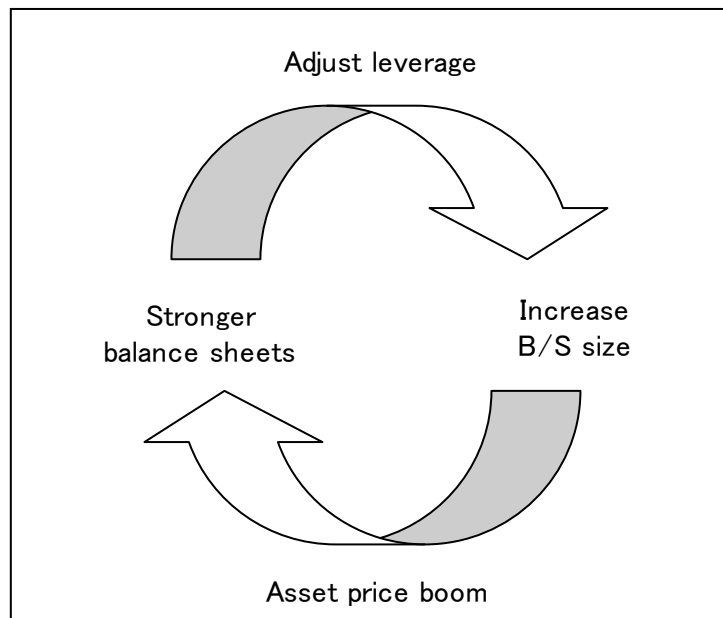
この論文の主張が正しければ、まず、商業銀行については、負債にも時価会計を適用するという解決策が考えられる。しかし、負債には流通性のない預金等が多く、金融機関の信用力を反映してその時価を図る「Self-Serving Model」の確立が必要となる。負債への時価会計の適用が米国の会計基準でも適用が難しいとされている部分でもある。そして、負債の時価評価によって、信用力が増加したときには評価損が発生し、逆に低下したときには評価益が発生するという「大衆の直感」に反した負債のパラドックスという問題にも直面してしまう。負債の時価評価についての詳細は後述にて取り上げるが、乗り越えるべき議論が多いとも考えられる。

投資銀行について議論されている点は、特に監督当局にとってより深刻な問題を提起しているものと思われる。バーゼル規制のように、金融機関の監督はリスクの把握についてより市場をベースとした方向に進んでいるからである。また、株主や市場による監視機能についても、リスクの測定や管理の仕組みそのものが適切でなければ、資本の効率的な活用というよりはむしろ、リスクの追及を助長してしまうということが示唆されているからである。

「流動性と金融サイクル：Liquidity and Financial Cycles」の論文発表は金融機関に焦点を当てた内容であり、事業会社についての指摘は存在しない。しかし、リーマンショック前後に事業会社が作り出した事象と共感する部分は多く、特に商業銀行におけるプロシクリカルレバレッジのメカニズムは東芝にも当てはまると思われる。日本では「失われた 10 年」と揶揄される時代が存在したため、実際に事業会社がレバレッジの積み上げを試みたのは、為替相場と株式相場が日本企業にとってポジティブに向き始めた 2003 年移行であると思われる。それはまさに、東芝が連結有利子負債 1 兆円という概念を捨て去った WH 社買収時の 2006 年の時期にも重なっていると考えられる。（東芝の 2006 年 3 月末における連結有利子負債残高は従前から続いていた財務体質改善活動により 9175 億円であったが、当時の西田社長による WH 社買収の英断により、2007 年 3 月末の連結有利子負債を 11,585 億円まで上昇させた。）

リーマンショック後の東芝は既に説明したとおり、純資産の大幅な棄損によって大規模なバランスシート調整を余儀なくされた。WH 社買収当時の活況とは違い、現状の東芝は生み出したフリーキャッシュフローの多くを有利子負債削減とそれによるバランスシート正常化に費やしているのである。東芝という企業は、ニューヨーク連銀のシニア・エコノミストのトビアス・エイドリアンとプリンストン大学のヒュン・ソン・シン教授が示したプロシクリカルレバレッジを体現した会社であり、その状況は負債サイドに時価評価適用していない商業銀行の姿と極めて類似しているのである。図表 4-7 では、東芝の企業財務に係る意思決定の流れを図表化しているのでご覧頂きたい。

図表 4-7 Leverage Adjustment in Upturn (上) and Downturn (下)



(出所 : Adrian, T., and H. S. Shin (2008), "Liquidity and Leverage, " unpublished working paper, <http://www.princeton.edu/hsshin/www/LiquidityLeverage.pdf>)

東芝が商業銀行の抱えている状況と類似していると想定すれば、やはり考えなければならないのが負債評価の問題である。論文でも指摘されていたように、商業銀行のプロシクリカルレバレッジを解消する手段として負債の時価評価適用をあげていた。商業銀行は非市場性の預金が負債として存在するために、信用力を反映した預金負債の時価評価は困難と論文では結んでいたが、東芝の負債を考えるとその多くが銀行借入と社債である。特に社債については市場性があるので負債時価評価の計算については大きな問題は無いと考えられる。

米国会計基準では負債時価評価の適用は認められており、実際に負債時価評価を導入している企業も数多く存在する。東芝も米国会計基準を採用しており、負債時価評価を適用することも可能である。ニューヨーク連銀のシニア・エコノミストのトビアス・エイドリアンとプリンストン大学のヒュン・ソン・シン教授は論文のなかで負債時価評価適用によるプロシクリカルレバレッジの緩和まで言及することはなかったが、本稿では東芝に負債時価評価を適用さえたうえでの付加価値というものを定義付けてみたい。市場悪化からくる burst 状態から抜け出せない東芝にとって、負債時価評価は東芝の意思決定メカニズムにどのように働きかけるのかが知りたくなるところでもある。

もちろん、論文でも指摘されていた通り、負債時価評価というのは議論の多い分野でもある。やみくもに仮説検証を建てるまえに、まずは負債時価評価に係る議論を俯瞰してみて、なにが負債時価評価に係る議論の本質なのかを見極めたいと思う。従って、次章では多くの専門家による負債時価評価への意見を抽出して議論内容の整流化を図りたい。

第5章 負債時価評価に係る議論の整流化

第1節 負債時価評価とは何か

負債時価評価とは、その名が示す通り、金融負債を公正価値評価した後に発生した評価差額を損益に反映させることを意味する。2009年第一四半期には、米国金融機関が負債の評価益を計上したことで話題に上がったが、米国では現行会計基準で求められていなくても金融資産と金融負債を企業任意かつ個別単位で公正価値評価できることになっている。これは公正価値オプション（Fair Value Option）と呼ばれるものであり、一旦公正価値オプションを選択した場合は変更できない。時価が下落した場合、債務者である企業は負債の評価益を計上するため、資産の時価が下落した場合の評価損とは真逆の流れになっている。

図表 5-1 米国主要金融機関の負債評価損益

	2009 Q1		2009 Q2		2009 Q3	
(単位:10億ドル)	負債評価益	純利益	負債評価益	純利益	負債評価益	純利益
シティグループ	2.6	1.6	-3.0	4.3	-1.5	0.1
バンクオブアメリカ	2.2	4.2	-3.6	3.2	-1.8	-1.0
JPモルガン・チェース	0.4	2.1	-0.3	2.7	-0.5	3.6

(出所：各金融機関の決算情報より抜粋)

図表 5-1 では米国金融機関の負債時価評価についてリーマンショック直後の決算情報を示しているが、当初は負債時価評価益を計上しているものの、2009年第二四半期以降はクレジットスプレッドのタイトニングによって一転して負債時価評価損が発生している。負債時価評価の議論については、評価益の部分だけがクローズアップされてしまう傾向があるが、実際には当然ながら負債時価評価による評価損も発生している。よって、負債時価評価を語るうえでは断片的な議論にならないよう、本質を見抜く姿勢が必要である。

負債時価評価はリーマンショック後の騒乱時に出てきた事象であるため、一部では金融機関独自による会計上の救済策とも言われる向きもあったが、そうではなく、FASBによる公正価値オプションの導入というのはリーマンショック前には既に準備されていたのである。Financial Accounting Standards Board（以下、FASB）より2007年2月に公表された「Statement of Financial Accounting Standards No. 159 The Fair Value Option for Financial Assets and Financial Liabilities」では金融負債にかかる公正価値評価導入

について下記の通り記述している。

「This Statement permits entities to choose to measure many financial instruments and certain other items at fair value. The objective is to improve financial reporting by providing entities with the opportunity to mitigate volatility in reported earnings caused by measuring related assets and liabilities differently without having to apply complex hedge accounting provisions. This Statement is expected to expand the use of fair value measurement, which is consistent with the Board's long-term measurement objectives for accounting for financial instruments.」

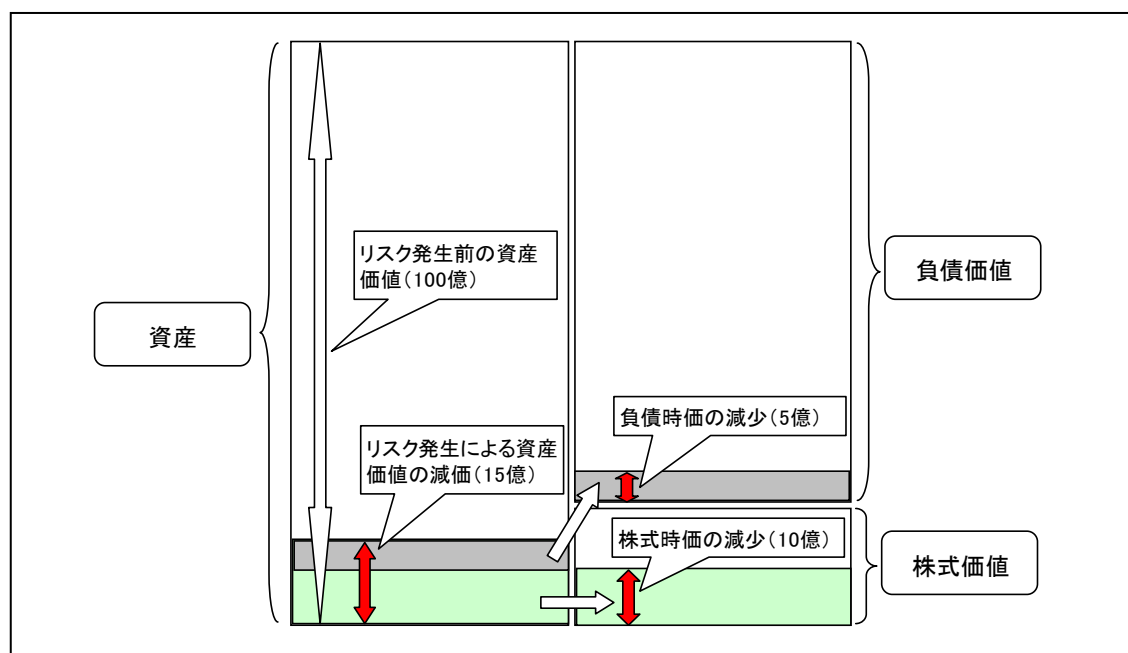
(出所：Financial Accounting Standards Board (2008), Statement of Financial Accounting Standards No. 159, <http://www.fasb.org> より抜粋)

FASB が金融負債に公正価値評価を導入するうえでの主たる理由としては、上述でも記述がある通り、金融資産と金融負債を異なる手法によって評価することによって発生するボラティリティを緩和することに在る。負債時価評価については現在も様々な議論が取り交わされているが、その生い立ちはリーマンショックの発生以前であり、導入理由としても財務表現上のボラティリティを緩和するという極めて普通な理由である。

金融負債の公正価値評価にあたり、一番に影響するのは当然自社の信用力である。自社の信用力が改善・上昇すれば金融負債の公正価値評価額の増加にともない評価損が発生し、逆に自社の信用力が悪化・下落すれば金融負債の公正価値評価額の減少にともない評価益が発生することになる。特に、自社の信用悪化にともなう評価益の計上は議論が数多く存在するのだが、その議論の多くは自社の信用改善にともなう評価損の存在については触れていない。

パラドックスと揶揄される負債時価評価であるが、まずは簡単な例を用いて負債時価評価のメカニズムというものを理解したい。仮に、総資産 100 億円、社債 80 億円、株式時価総額 20 億円の会社が存在したと仮定してみる。その会社の事業に重大なリスクが生じたものと想定し、五分五分の確立で 30 億円の損失額が発生するとした場合、最悪のケースとして会社は倒産して企業清算価値は 70 億円にしかならないとする。その場合、社債時価は 80 億円から 75 億円になるはずである。五分五分の確立で社債時価 80 億円が 70 億円になるので期待値まで時価が低下するということである。そして、この会社の株価については、時価 20 億円が 10 億円にまで低下すると想定される。五分五分の確立で株式時価が 20 億円かゼロのどちらかになるからである。ここで考えるべきは、株式時価の下落が 10 億円でとどまっていることである。これは、企業価値下落額の 15 億円のうち、5 億円は社債価格の下落により吸収されたと考えられる。

図表 5-2 負債時価評価のメカニズム



負債時価の減少というのは、言葉を換えれば、会社の債務不履行の可能性が高まっている実態を市場が評価したに過ぎない。すなわち、株式会社という制度に基づく合法的な「債務の踏み倒し」から派生する負債評価差額とも理解できよう。負債時価評価を理解するに忘れてならないのは、負債評価のベースになるのは市場の評価から派生するという点である。図表 5-1 も含め、負債時価評価の本質を理解すれば、パラドックスというほどでも無いのが理解できるのだが、それでも負債時価評価への議論は依然として根強いのもまた実態である。従って、次節では負債時価評価に係る論点を取り上げていき、負債時価評価の議論の中核に何が存在するのかを確かめたいと思う。

第2節 負債時価評価を容認する意見

負債時価評価を肯定的に見る意見として理解すべきは株主の有限責任制である。その株主の有限責任制を主として負債時価評価の本質を適切に記述しているのが下記になる。

「会社の財政状況悪化から派生する利益計上という流れには一見矛盾を覚えるところであるが、株式会社の有限責任制下においては、極めて自然な流れである。自社社債のデフォルトの危険が高まっている場合、デフォルトとは株式会社の有限責任制を利用した債務の「踏み倒し」に他ならないのだから、株主が社債権者にリスクを転嫁したリスク分だけ負債の評価益が発生し、株主資本が増加するのは、パラドクスでも何でもない。会社の負債の市場価格が信用度の低下により大きく減価するような事態が発生しているときには、会社の資産内容に対する市場の信認が大きく損なわれているはずなのに、その点を無視して負債の時価減少の効果だけを議論しているから評価益がパラドクスのように見えてしまう」

（出所：岩村充（2005）、「企業金融講義」、東洋経済新報社、pp. 104－105 より抜粋）

株主の有限責任制という観点から見た負債時価評価というのは極めて適正な事象であり、株式会社を財務表現手法で示す基本的解釈であると言えよう。この論点は、株主価値がそもそも非負であるのかかわらず、債務超過という財務表現を可能にしている現代会計の「割り切り」を示唆した内容であるとも考えられる。本稿では現代会計における財務表現手法の是非を問うものではないが、パラドクスを主に負債時価評価を否定する意見の背景には、そもそも現代会計の財務表現手法が完全な社会規範であるとの認識が強く存在していると考えられる。上述の負債時価評価の指摘に加えて、株主と社債権者の間で発生するリスク転嫁のメカニズムをオプション理論から指摘している内容も存在しており、下記は負債時価評価の妥当性を別の視座から表現した記述になっている。

「金融負債をリスク・フリーの負債と倒産に関するプット・オプションのバスケットとして捉え、リスク・フリーの負債が市場金利の変化により受ける影響と、倒産に関するプット・オプションが発行体の信用リスクの変化により受ける影響に分離して考えた場合、発行体の倒産リスクの高まりにより、倒産に関するプット・オプションの価値が上がるのは当然のことである。そして、もし、早期是正措置における自己資本比率の計算などにおいて問題が生じるのであれば、そうした計算においては、信用リスクの上昇に伴うプット・オプションの価値の増分を除けばよいだけの話」

（出所：池尾和人、「ワークショップの模様「金融商品の全面公正価値評価と会計情報の有用性」」『日本銀行金融研究所/金融研究』、(2002、6)、pp. 156 より抜粋）

勿論、負債時価評価を語るうえでは会計の議論は欠かせないものになる。しかし、本稿における会計の存在というのはあくまで社会規範のひとつであり、資本市場における情報

の非対称性を緩和する仕組みに終始している存在であると認識している。企業の財務情報は資本や利益といった抽象的な量的概念に測定値を対応させたものであり、会計ルールとはそれらの概念の解釈に依存する規約的な性格を持ち合わせている。だからこそ、本稿では会計の技術的な論点を持ち込むことはしないが、会計が持つ社会規範としての本質は負債時価評価を語る上でも理解したいと考えている。そして、社会規範としての会計を適切に表現しているのが下記になり、負債時価評価の背景に存在する会計の議論をシンプルに捉える為にも認識すべき内容になっている。

「それは人々の合意に基づく社会規範であり、その合意の源泉は、資本市場で情報と資金をやり取りする関係者が、無数の反復的な取引を通じて作り出した暗黙の契約ないし市場慣行である。会計基準はそれらを体系化したシステムであり、体系化の手法は変わってもその性格は基本的に変わらない。人々はこの基準に従うことで間主観性を確保し、その情報を信頼することで資本市場の秩序を維持しているわけである。むしろ、外的条件の変化が基本概念の解釈を変えれば、それに応じて基準もたえず変化する」

(出所：斎藤静樹 (2009)、「会計基準の研究」、中央経済社、pp. 1 より抜粋)

ここで理解すべきは、会計を「完全な社会規範」として認識したうえで負債時価評価の議論を進めれば、議論の本質に辿り着くまえに、会計の技術的かつ表面的な議論に終始してしまうことになる。だからこそ、これから進める負債時価評価の議論についても、こと会計に関しては「たえず変化する基準」として柔軟な姿勢を持つべきと考える。

「一般に社会のシステムは、時間とともに規則性を失って退化する。会計ルールのシステムも、対象となる企業行動の変化や金融テクノロジーの発展、あるいはルールを出し抜く会計手法の出現など、さまざまな環境要因によって一部のルールが変質し、いずれ内部整合性を失って退化することになる。そこで失われた整合性が、homeostatic な基準改革プロセスで回復されていくわけである」

(出所：斎藤静樹 (2009)、「会計基準の研究」、中央経済社、pp. 6 より抜粋)

加えて、負債時価評価の議論を会計の技術的かつ表面的な議論に終始させるようなことがあれば、会計がもつ退化と進化のシクリカルなプロセスを止めてしまうことになる。昨今の国際会計基準に係る議論を例に挙げれば、それらの多くは混合属性会計から全面公正価値会計への移行に因るものであり、退化と進化のシクリカルプロセスを意味するもの

になる。負債時価評価とは退化と進化のシクリカルプロセスの中で生まれた議論でもあり、現代の混合属性会計を最初から「完全」と捉えてしまっただけではそれ以上の発見は生まれなくなる。言い換えれば、負債時価評価の導入とは現代の混合属性会計が生み出す利益の歪みを回避する目的を包含しており、下記では同様の内容を指摘している。

「さしあたり金融商品について、すべてを時価ないし公正価値で評価して評価差額をその期の利益に反映させようというのは、そうした利益の歪みを回避する試みともいえる」
(出所：斎藤静樹 (2009)、「会計基準の研究」、中央経済社、p258 より抜粋)

利益の歪みを緩和するという意見は第 1 節の「Statement of Financial Accounting Standards No. 159 The Fair Value Option for Financial Assets and Financial Liabilities」でも記述されていた内容であり、負債時価評価という事象が会計システムの一部として存在価値を有していることが伺える。そして、この利益の歪みという存在を違った視点から指摘している意見もまた存在している。

「会計はビジネスの共通語と呼ばれる。マネージャーたちは事業損益を見て自分たちが「うまく」やっていて事業を拡張すべきか、それとも「まずい」状況だから事業を畳むべきかを考える。会計は別の理由からも投資判断の根拠となる。外部から見たその企業の財務状況は、その会計帳簿に基づいているのだ。つまり会計は株価の根拠となる。またその企業への融資者が、どのくらいの利息を取ろうか、あるいはそもそも融資すべきかどうかを決める根拠にもなる。またその企業をいつ（あるいはそもそも）倒産したと宣言すべきかを判断するときにも会計は重要だ。会計の中心的な役割を考えると、会計が実質値ではなく名目値で行われるなら、そうした意志決定も名目会計を基準にしているのだから貨幣錯覚に左右されるということになる。もしそうなら貨幣錯覚は存在する」

(出所：Akerlof, G. A. and R. J. Shiller (2009), *Animal Spirits* (Princeton University Press, 2009)；山形活生訳『アニマルスピリット』、東洋経済新報社、pp. 71－72 を抜粋)

上述の貨幣錯覚に係る論点は負債時価評価の内容を直接示したものではないが、名目値ベースの会計による会計情報利用者の錯覚を懸念視している。資産の一部は時価会計を用いて上述で示すところの実質値を表現しているが、負債については殆どが名目値による表現に留まっているのが現状である。仮に、上述の懸念が正しいのであれば、会計情報の利用者である経営者は知らぬ間に錯覚に左右されていることになる。

財務前線は、事たる毎に現代会計から派生する定量情報をベースに意志決定の連続を実現している。投資効果計算として WACC を用いることがあれば、事業の収益性を図るために ROE や ROA を用いている。財務健全性を図るために D/E レシオを参考にすることがあれば、有利子負債の簿価を考慮するケースも多々存在する。それら多くの定量情報は現代会計から派生する様々な計数をベースに算出されるのであるが、それら計数の派生方法については時価と簿価の混合で在ることが殆どである。計数の源泉に係る算出規定が異なるなかで生まれてくる定量情報というのは会社本来の姿を示しているかどうかは疑問を感じるところでもある。事実として、現代会計に対して「利益の歪み」であり「錯覚」という指摘が存在し、それらを解消するひとつの手段として負債時価評価が挙げられていることを考えれば、負債時価評価には何らかの有用性が存在すると考えても良さそうである。

第3節 負債時価評価に対しての指摘

負債時価評価は既述の通り、様々な意見が存在しており、直接的に負債時価評価の存在自体を否定する意見もあれば、負債時価評価を計上するうえでの様々な困難性を指摘する意見も勿論存在している。以下では、それら負債時価評価に係る指摘をひとつずつ挙げていきたい。

「Broadly, a key issue underlying the use of the fair value option is whether fair value can be obtained directly from observable market prices, or a robust valuation techniques. If neither is possible, the Committee believes there is a presumption that an estimated fair value would not be reliable or verifiable. The Committee believes that the fair value option should not be applied to illiquid financial instruments, including illiquid instruments other than loans and other receivables.」

(出所：Basel Committee on Banking Supervision, Comments on the IAS 39 fair value option proposal, (2004, 6), pp. 5-6 より抜粋)

上述における fair value option への指摘として、観察可能な市場価格や説得力のある評価手法の存在が必要であることを指摘している。そのうえで流動性の無い金融商品への fair value option の適用は相応しくないと結論付けている。Basel Committee は負債時価評価に対しては混合属性会計の存在を踏まえたうえでその存在意義への理解を示しており、実行活用面に照らし合わせたときの市場価格や計算手法に係る問題点を公式コメン

トとして指摘している。従って、負債時価評価に対する直接的な非難というよりはむしろ実行面での困難性を説いているとも考えられる内容である。この実行面での困難性については、下記の通り、同様の意見が存在している。

「負債で調達した資金は、必ずしも金融資産に投資されるわけではないし、また金融投資として運用されるわけでもない。事業会社では、むしろ大部分が事業用の資産に投資されている。これらの資産は一般には時価では評価されないから、負債を一律に時価で評価したときは、そこから両社の間に評価と利益認識のアンバランスが生ずることになる。金融商品の全面時価会計という大方針を変えずにその歪みを解決しようとするれば、結局のところ金融商品以外にも、さらに時価会計を拡大してバランスをとるほかはないであろう」
(出所：斎藤静樹 (2009)、「会計基準の研究」、中央経済社、p258 より抜粋)

金融商品以外にも時価評価を拡大してバランスを取るというのは極論にも聞こえるが、上述意見には現代の会計情報に混ざり込んだ歪みの解消に対する考慮が伺える。負債時価評価の存在に妥当性は存在するが、導入の仕方次第では財務表現手法上の新たな歪みを生む可能性があり、負債時価評価の適用対象については更なる思案が必要だと考えられる。負債時価評価の存在が適正であっても、現代会計の情報伝達手段へ闇雲に組み込めば、それもまた会計上の技術的かつ表面的な手段にしか成り得ないのである。

「会計上の評価は必ずしも経済学上の価値の変化を追跡しているわけではないので、会計に固有の評価方法に起因する「パラドクス」が発生するケースがある。また、制度上、債務者が債権者の合意なく自分の債務の一部について債務免除を宣言することは社会通念に反するし、法的にも容認されない」

(出所：徳賀芳弘、「公正価値会計の行方 パラダイム転換の分岐点としての金融負債の公正価値評価」『企業会計』vol. 62、(2010)、pp. 19 より抜粋)

上述は社会通念と法的な視座から負債時価評価に対して指摘をしているのだが、負債時価評価とは会社のデフォルトリスクを観察可能な市場価格や評価手法によって算出された評価差額を示すものであり、あくまで第三者によるデフォルトリスクの期待値算出を負債時価評価として表現しているだけなのである。負債時価評価とは会社による債務免除の宣言ではなく、あくまで第三者である市場が評価した結果でしかない。負債時価評価は経営者による自己都合的な会計処理ではなく、あくまで独立抽象性が保たれた妥当な会計処

理であることを忘れてはならない。

ちなみに、会計処理という観点から負債時価評価を見ると、評価差額の取り扱い方にも議論が存在している。評価差額をその他の包括損益に組み入れるか、もしくは営業外損益/純損益に組み入れるかと言った勘定処理上に係る議論である。本稿では勘定処理方法の是非を問うことは目的にしていないので言及は避けておくが、財務前線の立場から敢えて指摘するとすれば、資産の評価差額に係る勘定処理方法に準じた手法を用い得れば大きな問題にはならないと考えている。勘定項目を何するか、もしくは注記を加えるかといった議論はここでは会計の専門家に預けたいと思う。

実務の観点から負債時価評価を指摘するのであれば、上述を含めた会計実務に関する指摘は勿論のこと、企業金融実務に関する指摘も当然に存在する。下記では、その企業金融実務に係る指摘を取り上げてみたい。

「借入金などの金融負債はどうか。たとえば借入金を早期返済しても額面額を返済しなければならない。格付けが下がって固定返済キャッシュフローのうち時価評価における利息部分が増加して元本部分が減少しても特別なことがない限り法的に返済すべき元本が額面額であることには変わりはない。発行社債を市場において額面以外で買い取り償却すれば損益を実現できるのは事実である。しかし資金面でいつでもそのような買い取りが自由にできるのであれば、何のために債券を発行して資金調達をしたのかということになる。このようなことから負債の時価評価には反対論が多い」

(出所：西川郁生、「時価評価の論点」『企業会計』vol.62、(2010)、pp. 23 より抜粋)

上述の通り、借入金を早期弁済するときは額面通りに返済するのが一般的である。その限りでは金融負債の元本に変化は生じていないので負債時価評価の適用は意味を持たないということになる。しかしながら、早期弁済が実行できる段階では、対象となる金融負債はデフォルトリスクから解放されているのである。負債時価評価とは対象となる金融負債に対してのデフォルトの期待値を織り込む行為になるため、早期弁済のようにデフォルトのリスクを部分的に解放する企業金融行動というのは一連の負債時価評価に係る論点とは馴染まない内容になる。すなわち、バランスシート上で計上されている金融負債に対してデフォルトリスクの期待値を織り込むのが負債時価評価の真意であり、早期弁済を実行してデフォルトリスクから解放されたオフバランスの金融負債に対してはそもそも負債時価評価の議論から外れる内容になってしまう。

ここで考えるべきことは、観察可能な市場価格や説得力のある評価手法の存在である。負債時価評価の拠り所として市場価格や評価手法が存在すれば、どのようなシナリオメイクが存在したとしても、負債時価評価に係る評価差額の妥当性というものは担保される。

既に市場価格機能として存在している CDS 料率を用いるケースも存在すれば、社債の市場価格を用いるケースもある。負債時価評価そのものを単純に否定対象とするのではなく、市場価格の存在や評価手法をより明確に理解していくことが大事であると考えられる。

また、発行社債の償却について言えば、目的は多種多様に存在するのが実情である。東芝での企業金融実務を例に挙げれば、直間比率の調整（直接金融と間接金融の割合）、長短比率の調整（長期借入と短期借入の割合）、変固比率の調整（変動金利と固定金利の調整）、D/E レシオおよび有利負債残高の調整など社債償却の理由は多種多様に存在している。勿論、「何のために債券を発行したのか」と問われれば、社債償却に係る企業金融活動の矛盾を説いたくなるのも十分に理解できる。ひとつ言えることは、現状と未来を見据えて企業金融活動を行っている会社からすれば、過去築き上げた理念というのは時として無意味化することがある。

東芝を例に挙げれば、毎年公表される単年度計画や中期経営計画の定量目標に準じて企業金融活動の方向性を決めていくので、過去に公表された指針とは当然に乖離が発生するケースは残念ながら出てくる。それに、金融負債を保持する企業は理由関わらず「借金を返す」権利を保有しており、そうしたオプション権利行使の存在価値を否定されれば会社における金融負債の存在意義そのものが定義出来なくなってしまう。

ただ、「何のための債券発行なのか」という問い掛けはシンプルながらも企業金融の実務家にとっては一番大きな課題でもある。会社の事業活動を支えるべく、短期の運転資金や中長期における投資計画を念頭に置いて資金調達を行うのは勿論のことだが、やはり企業金融の実務においては「MM 理論の割り切り」というものが存在する。企業価値と資本構成は無関連であると企業財務の担当者が割り切っている以上、「必要な資金」を充足するべく妥当な資金調達活動を行うのが企業金融実務になっている。負債時価評価の無い企業金融において、資本構成の選択を問われた時、そこから生まれてくる答えというのは思ったほど充実した内容にはなっていない。それは、上述の通り、定量情報に基づいて多種多様な認識が生じたなかで派生した資金調達であるため、「正しい」と表現するよりはむしろ「間違いではない」資金調達手段の決定というのが企業金融の現場で起きている現実である。

企業金融の現場で起きているのは、資金調達手段・財務戦略の手詰まり感だと考えている。だからこそ、「何のための債券発行」という問いに対して具体的かつ明瞭な回答が生まれないのである。負債時価評価が存在しない企業金融の世界では、銀行借入であれ社債であれ、殆どの金融負債に係る資金調達手段は同種として捉えるだけである。金利が安いのか、銀行との関係を重視するのか、証券会社との関係を重視するのか、はたまた別のメリットが存在するのか、企業金融の現場における金融負債の資金調達手段決定というのは多くの場面において明快な理論が存在していない。特に事業の業況が右肩上がりであれば金融負債の構成について強いこだわりを持たないのが企業金融の現実とも言える。見方を変えれば、それだけ「MM 理論の割り切り」というのは企業金融の実務家にとって極めて明

快な考え方でもある。

もし、資金調達手段・金融負債に明確な目的を持たせるのであれば、負債に時価を持たせて株主資本価値と関連性を持たせることが重要になってくる。さすれば、従前認識されている「借入」という存在は「Debt Investment」という事業投資の源泉として捉えるようになり、金融負債に係る資金調達手段に明確な目的・理由が存在することになる。「資金が必要なので一番妥当と思われる金融負債を選択する」という単純な資金ニーズのみを源泉とした企業金融ではなく、事業投資を念頭に置いた金融負債の選択というのが負債時価評価導入によって実現することになる。

金融負債の選択と負債時価評価との間に関連性が無いということで負債時価評価の反対論が存在するのであれば、それは負債時価評価の存在自体に理由があるのではなく、現実問題として企業金融の現場に財務戦略の手詰まり感が存在していることが主因であると言える。そもそも、現状の負債時価評価の無い企業金融においては数多くの財務関連の意志決定が明確な理由付けを失っているのである。それは、財務戦略の手詰まり感を抱えながら、間違いにはならない金融負債の選択を実行して、最終的には「MM 理論の割り切り」をもって財務に係る意志決定を妥当と見做す企業金融の現実なのでもある。

第 4 節 自己創設のれんに関する指摘

負債時価評価の議論については、自己創設のれんについて指摘している内容も散見される。負債時価評価そのものを否定しているというよりはむしろ財務表現手法上の困難性を示した内容になっている。

「(例として) カリスマ経営者の死亡による会社の信用リスク上昇によって負債の評価益を計上するのであれば、理論的には自己創設のれんをオンバランスしなければ一貫性が保てなくなるということになる。もともとオフバランスの“のれん” 価値の減少により信用リスクが上昇した際、金融負債の評価益が出る一方、資産の側にそれに対応する価値の減少がないことは一貫しない」

(出所：東京財団政策研究、日本の IFRS（国際財務報告基準）対応に関する提言、(2010, 12)、pp13 より抜粋)

上述の指摘は負債時価評価の本質を否定するものではなく、財務表現手法における会計処理について指摘した内容になっている。(ちなみに IAS38 号では信頼性をもって測定で

きる識別可能資産ではないという理由から自己創設のれんの計上を認めていない。) 負債時価評価の議論というよりはむしろ現代会計における自己創設のれんに対する議論に変容しているとも見受けられる。

「事業用資産の公正価値(使用価値評価)を行い(事業用資産ののれん価値分を計上し)、さらにオフバランスのインタンジブルズを公正価値でオンバランスさせれば、金融負債の評価益は資産の評価損と相殺されることになる(真の「パラドクス」の解決)」

(出所: 徳賀芳弘、「公正価値会計の行方 パラダイム転換の分岐点としての金融負債の公正価値評価」『企業会計』vol. 62、(2010)、pp. 20 より抜粋)

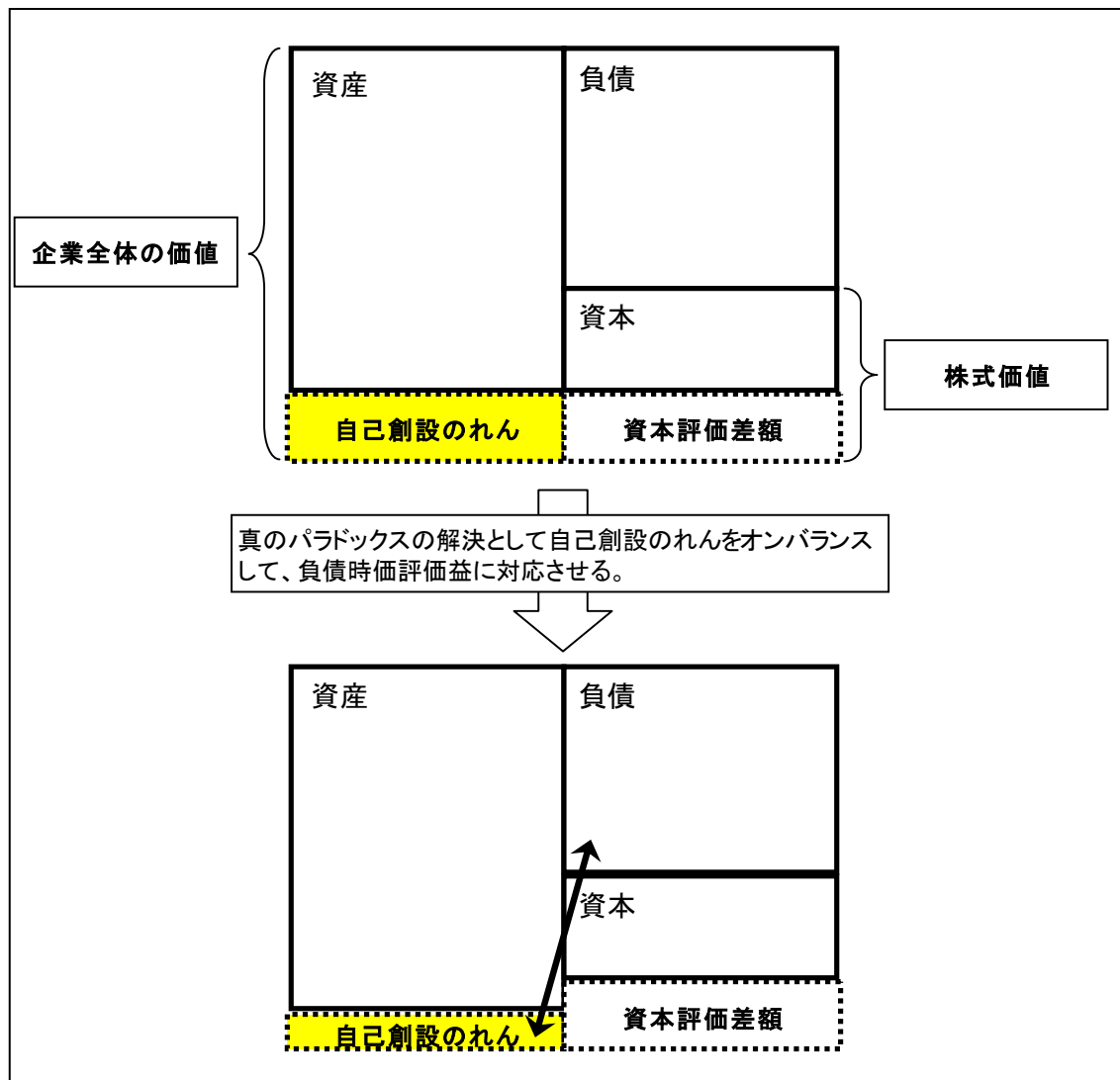
負債時価評価に係るパラドクスの議論は2種類存在しており、ひとつは「見かけ上のパラドクス」と呼ばれているもの、他方は「真のパラドクス」と呼ばれているものである。見かけ上のパラドクスとは、一見して負債評価益が純額(ネット)で発生しているように見えるが、それは債務者企業の信用状態の悪化によってそれに見合う評価損が資産側に発生していて負債評価益を相殺している場合である。言い換えれば、信用状態の悪化を負債評価益として認識しなければ資産側の評価損のみが認識されるというミスマッチが生じることになる。

金融投資は定義上保有者によって価値は変わらないので、保有企業の信用状態が悪化しても評価額を変えない。さすれば、見かけ上のパラドクスというのは、信用状態悪化の派生要因が事業用資産もしくはオフバランスのインタンジブルズ(自己創設のれん価値)になる。事業用資産の減価という視点で考えれば、負債評価益は事業用資産の減損損失と相殺されることになるが、事業用資産の減損認識とズレが生じる可能性は言うまでもなく、加えて金融負債の評価損に見合う事業用資産の減損回復を認識する必要性が生じることになる。事業用資産の減損認識は規則的でないことを考えれば、負債時価評価による評価差額との認識タイミングの差異が見かけ上のパラドクスとして理解できよう。

そうなると、残りはオフバランスのインタンジブルズになるのだが、負債の評価益に対応するのがオフバランスのインタンジブルズになれば、金融負債の時価評価による評価益もしくは評価損のみが純額発生することになる。これが真のパラドクスと言われている部分であり、自社の業績が急速悪化しているときに損益悪化分を負債評価益が帳消しにするという可能性が発生する。会計上認識が許されていない自己創設のれんの存在によって負債時価評価益が真のパラドクスに係る議論を作り出していると考えれば、直感的に負債時価評価を否定する意見も大きくは間違っていないところもある。真のパラドクスの解決には、事業用の公正価値評価のみならず、オフバランスのインタンジブルズを公正価値評価して自己創設のれんとして資産計上するしかないという結論に辿り着く。

図表 5-3 では自己創設のれんを用いたパラドックス解決をイメージしてみたが、ここで疑問になるのが株式価値の評価方法である。図表 5-2 では自己創設のれんを計上する為に「資本評価差額」という資本勘定を暫定的に認識してみたが、どうやら負債時価評価の議論は自己創設のれんを通じて資本の時価評価にまで考えが及びそうである。次節では資本の時価評価についても取り上げ、負債時価評価の議論の中軸に存在するであろう自己創設のれんの更なる認識深化を図ってみたい。

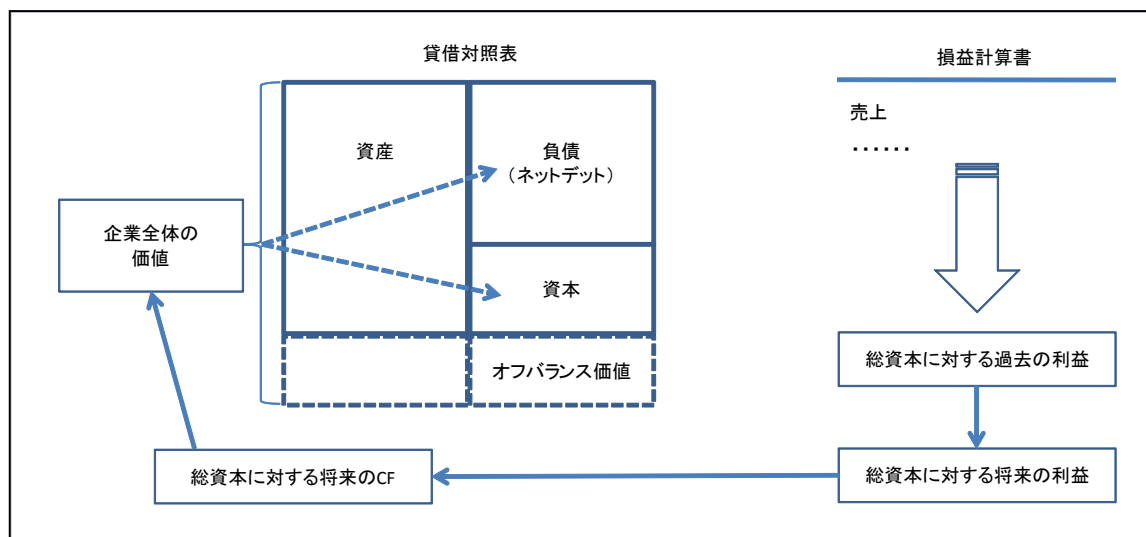
図表 5-3 真のパラドックス解決のイメージ



第5節 資本の時価評価

前節での自己創設のれんに係る議論を進めていったとき、最終的には資本の時価評価という一見して禁じ手とも見受けられるような議論にぶつかることになる。資産時価評価を認め、仮に負債時価評価を容認するのであれば、資本時価評価を妨げるものは無いという意見である。企業全体の価値自体は、企業に対する請求権者である債権者と株主に配分されると考えられる為、負債の価値が決定されることは同時に資本の価値も決定されるとも理解できよう。

図表 5-4 企業全体の価値と負債及び資本の価値



(出所：秋葉賢一、「資本の時価評価」『企業会計』vol.62、(2010)、pp. 79 より抜粋)

上図は企業全体の価値評価モデルを簡単に示したものであるが、資本の時価評価が問題なく認識できるのであれば評価差額であるオフバランス価値を計上することは不可能ではない。上場企業に限って言えば、公正価値ヒエラルキーのレベル1である自社株価を用いて株主資本を時価評価することは難しくない。加えて、資産側のオフバランス価値として自己創設のれんを計上するにあたっては下記の指摘も在る。

「自己創設のれんの計上は、たとえば、下駄をはいて身長を測定しても下駄の高さがわかっているならば身体測定が可能であることと同じように、それが明確に区別されている限りは

弊害がないとも考えられる」

(出所：秋葉賢一、「資本の時価評価」『企業会計』vol.62、(2010)、pp. 79 より抜粋)

資本の時価評価をして、期末の株主資本の時価とその簿価の差額を「資本修正」もしくは「その他の包括損益」で明記するのであれば、会計上は明確区分されているので特段は何も問題にはならないと考えられる。この考えは負債時価評価に係る会計処理とそれに係る財務表現に通じる内容でもある。参考まで、資本時価評価の処理を下図にて示しておく。

図表 5-5 資本時価評価の計上方法

期首及び期末の株主資本の時価及び簿価を以下としてみる。(配当や増資などの資本取引はない前提)			
	簿価	時価	評価差額
期首の株主資本	800	800	0
当期純利益	200		
期末の株主資本	1,000		
期末のその他の包括損益累計額	50		
計	1,050	1,400	350

(1) 期末における資本を時価評価した場合の評価差額350を、資本修正とする方法

貸借対照表		損益計算書	
資産	負債	売上	× × ×
		
	株主資本		
	払込資本		800
自己創設のれん	利益剰余金	← 当期純利益	200
350	小計		1,000
	株主資本評価差額金		350
	計		1,350
	その他の包括損益累積額	← その他の包括利益	50
	合計	包括利益	250
			1,400

(2) 期末における資本を時価評価した場合の評価差額350を、その他包括利益とする方法

貸借対照表		損益計算書	
資産	負債	売上	× × ×
		
	株主資本		
	払込資本		800
自己創設のれん	利益剰余金	← 当期純利益	200
350	計		1,000
	その他の包括損益累積額	← その他の包括利益	400
	合計	包括利益	600
			1,400

(出所：秋葉賢一、「資本の時価評価」『企業会計』vol.62、(2010)、pp. 80 を筆者が加筆)

会計上、資本時価評価による評価差額が明確区分されると考えたとき、何の意味があるのかと疑問を抱くのは当然である。この疑問は負債時価評価の評価差額の明確区分にも通じるところがあるだろう。事前は無意味であるということが薄々理解しているのに、社会実験の如く会計基準の修正を施す必要は無いとも意見もある。何が実質なのかを投資家と会計情報作成の両者が理解できれば社会実験など必要ないのかもしれない。ただ、一方で何らかの結果を知ったうえで考え直すという選択肢も存在するだろう。

「期末における資本の株式簿価と時価の差額を区分し、その計上自体が有害でなければ、意味のない（つまり、会計目的の達成に役立たない）ことを実行して何が意味あるものなのかを考えるように仕向ける方が、意味のないことに向かって漸進的に改悪するよりは、建設的であるかもしれない。歴史的にも、インフレ会計が導入され、その後廃止された経緯も考慮すれば、社会的な実験を行った後におもわしくない結果を踏まえて改めて見直すという方法もあり得る」

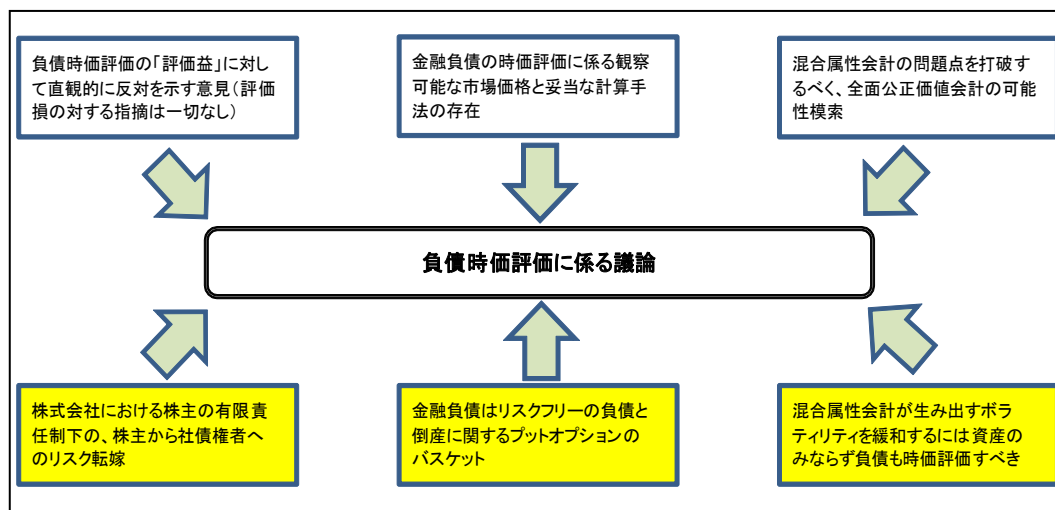
（出所：秋葉賢一、「資本の時価評価」『企業会計』vol.62、(2010)、pp. 81 より抜粋）

上述の指摘を企業財務の現場に当て嵌めてみると、現状は時価会計導入という「社会的な実験」を行った後であり、その時に生まれた結果というのはプロシクリカルレバレッジに代表されるような経済活動における boom&burst への影響であり、混合属性会計に対する問題意識であると考えられる。本稿では時価会計導入を否定するつもりはなく、結果として質の高い会計であり財務情報というものを考える良い機会を与えられたと認識している。負債時価評価や資本時価評価など、会計基準に係るパラダイムシフトは結果として社会的実験になると考えられる。しかし、その後に創出される付加価値を考えるのであれば負債時価評価導入というのも「建設的」に成り得るものと考えて良さそうである。

第6節 負債時価評価の議論は何を指しているのか

第1節から第5節まで、負債時価評価に係る議論を並べてみたが、先ず理解できるのは負債を時価評価するという事象そのものを直接的に否定する考えは出てきていないことである。勿論、直観的な理由から負債時価評価を否定する意見も散見されるが、基本的には負債時価評価について一定の理解は存在しているものと考えられる。

図表 5－6 負債時価評価に係る議論の整流図



負債時価評価の議論というのは現代会計が抱える「退化と進化のシクリカルなプロセス」から発生した事象とも読み取れよう。IFRS 導入に係る潮流のなかで、現代会計の向きは混合属性会計から全面公正価値会計へ微妙ながらシフトし始めている。その潮流のなかで負債時価評価という事象が自分たちに「質の高い会計」なのかというものを問い掛けているとも理解できる。

金融機関を中心として負債時価評価が計上され始めた時期がリーマンショック後の騒乱時期と重なってしまったが為に、本質を理解される前に負債時価評価に対する直観的な批判が目立つ格好となってしまったが、議論の整流化を試みた結果としては会計に係る潮流変化こそが負債時価評価に係る議論の中心に存在していると考えられる。会計上の評価は必ずしも経済額上の価値の変化を追認しているわけではないので、負債時価評価に対して直観的に違和感を抱くのは仕方ないかもしれない。しかし、会計上追認してきていない事象を違和感だけで否定するのは賢い考えとはいえない。だからこそ、負債時価評価に係る議論の整流化を図ることにより、本質を理解すると同時に無駄なノイズを取り払うことが本章の目的でもある。

第6章 負債時価評価の利用可能性

第1節 負債時価評価が自己資本比率と D/E レシオに与える影響

第5章では負債時価評価について様々な見識を取り上げたが、議論の本質として会計上における財務表現手法の困難性について指摘する内容が多くであり、その限りにおいて負債時価評価そのものの自体を否定する内容は見受けられなかったと思われる。第6章では東芝に代表されるような事業会社が負債時価評価を適用したと仮定した場合も含めて、そこから見出せる利用可能性を定義してみたい。

以下は東芝のバランスシートを過去実績ベースにてデフォルメ表現したものになる。そのうえで負債時価評価が東芝のバランスシートにどのような影響を与え、結果として意志決定にどのような変化が生まれるのかを考えてみたい。大きく4つに分かれたシナリオがあり、負債時価評価非適用下における楽観シナリオと悲観シナリオ、負債時価評価適用下における楽観シナリオと悲観シナリオである。楽観シナリオとは東芝の企業価値が向上する方向に向かうことであり、楽観シナリオとは逆に同社の企業価値が下落する方向に向かうことである。楽観シナリオや悲観シナリオで想定される以外の事象組み込みは今回排除しているが、論旨の明瞭化を図るために敢えて基本的なシナリオに特化している。

図表 6-1 過去実績をベースにデフォルメした東芝のバランスシート


東芝のバランスシート(デフォルメ版)	
(単位:十億円)	
資産 5,500	負債 4,500 (内、有利子負債 1,200)
	資本 1,000
自己資本比率 ⇒	18%
D/Eレシオ ⇒	120%

最初に負債時価評価非適用下における楽観シナリオを考えてみたい。実需が純増に向かい、経済環境も良好にある状況とでも考えてみる(図表 6-2 参照)。例えば、楽観シナリオを背景に資産の時価が5,000億円増加したと推定してみる。資産を時価評価した上での評価益の5,000億円は、その全てが純資産の増加に繋がる。結果として自己資本比率の増

加と D/E レシオの改善を後押しするような影響が生み出されることになる。ここから考えられるのは、純資産の増加によってバランスシートの状態がデレバレッジに向かうことであり、東芝を含めた多くの経営者は負債積み上げによるレバレッジの引き上げとそれによる更なる企業価値の増加を目論むものと考えられる。勿論、経営者のなかには更なるデレバレッジの進行により財務体質改善を求める動きも出てくる可能性も否定できないが、楽観シナリオ前提のなかでバランスシートのデレバレッジが実現している状況下では、多くの経営者が負債積み上げによる攻めの経営姿勢を示すと想定して強ち間違いにはならないと考えられる。図表 3-31 での東芝の中期経営目標指標 (2011 年 5 月発表) が示すように、東芝が短期目標として D/E レシオ 100% と自己資本比率 18% を掲げている状況下では、多分に負債積み上げへの意向が働き易くなることも十分に考えられる。

図表 6-2 負債時価評価非適用下の楽観シナリオ

(単位: 十億円)

資産 5,500 負債 4,500 (内、有利子負債 1,200) 資本 1,000		資産 6,000 負債 4,500 (内、有利子負債 1,200) 資本 1,500
自己資本比率 ⇒ 18% D/Eレシオ ⇒ 120%		自己資本比率 ⇒ 25% D/Eレシオ ⇒ 80%

それでは負債時価評価非適用時における悲観シナリオを考えてみよう。実需が減少に向かい、経済環境も悪化していると考えてみる (図表 6-3 参照)。ここでは資産の劣化により 5,000 億円の評価損が発生したと仮定してみる。資産を時価評価した上での評価損 5,000 億円は、その全てが純資産の減少に繋がる。ここでの悲観シナリオというのは、リーマンショック後の経済環境と類似していると考えても良いだろう。純資産減少によって自己資本比率の下落と D/E レシオの悪化を経験した経営者は当然の如くバランスシート修復のために負債を削減しようとするだろう。そうでなくても、銀行を中心とした債権者からの執拗なフォローを受けるのは想定できることであり、外部のプレッシャーを軽減したいとも考える経営者からすれば出来る限り負債を削減したいと考えるのが普通であろう。純資産が大きく棄損した状況下では負債をできる限り削減することで財務体質の回復・改善を考えるのが経営者の普通の判断であり、だからこそ設備投資や投融資、研究開発への資金流出を極力抑えたうえで有利子負債の削減を向かうといった行動が散見され

るようになる。図表 6-3 の悲観シナリオをベースに東芝の財務行動を予測すれば、D/E レシオ 100%と自己資本比率 18%という短期目標を掲げている以上、フリーキャッシュフローの多くをそれら目標指標の改善と財務体質のデレバレッジに注ぎ込むと考えられるだろう。(図表 3-30 の「東芝におけるリーマンショック後の有利負債残高削減額内訳」を参照)

図表 6-3 負債時価評価非適用下の悲観シナリオ

負債時価評価非適用下 (単位: 十億円)		負債時価評価適用下 (単位: 十億円)	
資産 5,500	負債 4,500 (内、有利子負債 1,200)	資産 5,000	負債 4,500 (内、有利子負債 1,200)
	資本 1,000		資本 500
自己資本比率 ⇒ 18%	D/Eレシオ ⇒ 120%	自己資本比率 ⇒ 10%	D/Eレシオ ⇒ 240%

今度は、負債時価評価適用下における楽観シナリオを考えてみたい。資産サイドから派生する評価益 5,000 億円の一部は負債時価評価における評価損 2,500 億円に繋がると想定してみる。負債時価評価非適用下と比較すれば、純資産の増加とそれによる自己資本比率・D/E レシオの改善はマイルドになるので、バランスシート上のデレバレッジ進行も負債時価評価損の分だけ抑制されることになる。

図表 6-4 負債時価評価適用下の楽観シナリオ

負債時価評価非適用下 (単位: 十億円)		負債時価評価適用下 (単位: 十億円)	
資産 5,500	負債 4,500 (内、有利子負債 1,200)	資産 6,000	負債 4,750 (内、有利子負債 1,450)
	資本 1,000		資本 1,250
自己資本比率 ⇒ 18%	D/Eレシオ ⇒ 120%	自己資本比率 ⇒ 21%	D/Eレシオ ⇒ 116%

楽観シナリオということもあり、負債時価評価適用下であろうと経営者は負債積み上げによる前向きな姿勢を見せる可能性は高いと考えられるが、負債評価損見合の分だけは経営者の前向きな姿勢も軟化すると考えられる。負債時価評価非適用下での D/E レシオが 80%であったことを考えると、負債時価評価適用下におけるバランスシートのイメージは大きく変化することがわかる。D/E レシオ 116%という数字を見た東芝の経営者からすれば、中期経営目標指標を鑑みて、少なくとも極端な負債積み上げという行動は起こさないと考えられる。

次に、負債時価評価適用下における悲観シナリオを考えてみる。「資産サイドから派生する評価損 5,000 億円の一部は負債時価評価における評価益 2,500 億円に繋がる」と想定してみる。負債時価評価非適用時と比較すれば、純資産の減少とそれによる自己資本比率・D/E レシオの悪化はマイルドになるので、財務体質改善を念頭にした負債削減・手許現預金の増加という動きは一部で継続されるものの、自社による極端な新規投資縮減やデレバレッジ進行ということにはならないと考えられる。

図表 6-5 負債時価評価適用下の悲観シナリオ

負債時価評価非適用時		負債時価評価適用時 (悲観シナリオ)	
資産 5,500	負債 4,500 (内、有利子負債 1,200)	資産 5,000	負債 4,250 (内、有利子負債 950)
	資本 1,000		資本 750
自己資本比率 ⇒ 18%		自己資本比率 ⇒ 15%	
D/Eレシオ ⇒ 120%		D/Eレシオ ⇒ 127%	

今までは自己資本比率や D/E レシオを念頭において負債時価評価を考えてみたが、ここから導かれる考えとしては、負債時価評価適用時では事業会社による「行き過ぎた」経済活動が抑制されることに在ると考えられる。言い換えれば、現状の負債時価評価非適用時においては楽観シナリオ・悲観シナリオの両方で「行き過ぎた」経済活動が生まれる可能性があり、プロシクリカリティの増幅にも繋がってくると考えられる。負債時価評価を適用するうえでの利用可能性を説くのであれば、ひとつは事業会社における財務活動から生み出される「極端」を排除するところに在ると考えられる。

第2節 負債時価評価が WACC に与える影響

負債時価評価適用により事業会社の財務活動から「極端」が排除されても、事業会社が間違った投資判断をしてしまえば、財務担当者が何をしようとも企業価値は下落に向かってしまう。言い換えれば、営業活動における事業投資の意志決定にも「極端」が存在する可能性があり、本来であればその「極端」をコントロールするのが事業投資の定量指標として広く認知されている WACC の存在である。東芝を含いた多くの事業会社は WACC をベースとしたハードルレートを設定することにより、事業投資の意志決定における目安を設定しているのだが、そもそも現実における WACC の計算過程というのが教科書の定義と違う部分が存在している。まずは下記の内容を見て頂きたい。

「負債と株主資本の価値を合計したものは企業の価値に等しく ($D+E=V$)、企業の価値は資産の価値に等しい。これらの数値は市場価値であり、簿価（すなわち会計上の価値）ではない。企業の株主資本の市場価値は、簿価とは大きく異なることも多い。」


「会社の資本コストは、負債のコストでも、株主資本のコストでもなく、その平均であることに留意しよう。こうしたブレンドは、通例、加重平均資本コスト (WACC) と言われる。」

(出所：Brealey, R. A., S. C. Myers and F. Allen (1981), *Principles of Corporate Finance* (The McGraw-Hill Companies, Inc. 1981); 藤井眞理子・国枝繁樹訳『コーポレート・ファイナンス』、日経 BP 社、pp. 259 を抜粋)

財務担当者の多くが普段から慣れ親しんでいる WACC が持つ本来の定義は、負債と株主資本の「市場価値」のブレンドである。しかし、現実はどうかと言うと、バランスシートに計上されている数字を用いることが一般的なので、特に負債については市場価値ではなく簿価を用いることが多い。株主資本の市場価値は株価の時価総額を使用するのが一般的だが、負債についてはそもそも負債時価評価を適用していない状況下なので簿価を使用することになる。従って、知らぬ間に教科書の定義に反した WACC の計算方法を多くの事業会社が入り込んでいるのである。

前節に倣って想定シナリオを用いながら負債時価評価が WACC および事業投資の意志決定に与える影響を考えてみたい。ここでも東芝のバランスシートを簡便的な例として用いて考えてみたい。シナリオは前節の通り、負債時価評価非適用下の楽観シナリオと悲観シナリオ、負債時価評価適用下における楽観シナリオと悲観シナリオとしてみよう。ここでは WACC における教科書の説明に倣って負債時価評価適用下における計算結果を確認し、その後に負債時価評価非適用下における WACC の計算結果と比較して何が見出せるのかを探っていきたいと思う。なお、資本についてはいずれも時価を 1,800 億円と仮定している。

図表 6-6 負債時価評価適用下の楽観シナリオにおける WACC

EQUITYの金額	1,800 十億円							
DEBTの金額	1,450 十億円							
EQUITYのコスト								
⇒ リスクフリーレート(Rf)は <u>2%</u>								
⇒ マーケットリスクプレミアム(Rm-Rf)は <u>7%</u>								
⇒ ベータ値は <u>1.2</u>								
DEBTのコスト								
⇒ リスクフリーレートは <u>2%</u>								
⇒ リスクプレミアムは <u>1.2%</u>								
⇒ 長期債務の金利(i)は <u>3.2%</u> (リスクフリーレート+リスクプレミアム)								
⇒ 実効税率(t)は <u>40%</u>								
Cost of Debt	⇒	$\frac{D}{D+E}$	×	i	×	(1-t)	=	0.86%
		↓		↓		↓		
		0.45		3.20%		60.00%		
Cost of Equity	⇒	$\frac{E}{D+E}$	×	{ Rf	+ β (Rm-Rf) }		=	5.76%
		↓		↓		↓		
		0.55		2.00%		8.40%		
								
		Cost of Debt		Cost of Equity		WACC		
東芝のWACC	⇒	0.86%	+	5.76%	=	6.62%		

図表 6-7 負債時価評価非適用下の楽観シナリオにおける WACC

EQUITYの金額	1,800 十億円							
DEBTの金額	1,200 十億円							
Cost of Debt	⇒	$\frac{D}{D+E}$	×	i	×	(1-t)	=	0.77%
		↓		↓		↓		
		0.40		3.20%		60.00%		
Cost of Equity	⇒	$\frac{E}{D+E}$	×	{ Rf	+ β (Rm-Rf) }		=	6.24%
		↓		↓		↓		
		0.60		2.00%		8.40%		
<div>↓</div>								
		Cost of Debt		Cost of Equity		WACC		
東芝のWACC	⇒	0.77%	+	6.24%	=	7.01%		

楽観シナリオを背景とした負債時価評価適用下の WACC は 6.62%であり、負債時価評価非適用下の WACC である 7.01%より下回る計算結果となった。勿論、計算根拠の前提となるリスクフリーレート、マーケットリスクプレミアム、ベータ値、長期金利、実行税率等の数値は所与として計算した結果なのであくまで参考値という認識になる。負債と資本の比率を見る限りでは負債時価評価適用下の WACC が非適用下の WACC より低くなるのは当然の計算結果なので驚くことではないのだが、忘れていけないのは多くの事業会社は負債時価評価非適用下における WACC を使用している事である。

仮に WACC を事業投資におけるハードルレートの目安として使用した場合、負債時価評価非適用の事業会社は WACC の 6.62%と 7.01%に存在する事業投資案件は定量的判断から却下される可能性が生じてくる。本来であれば、6.62%と 7.01%に存在する事業投資案件であっても経済的レントを生み出す可能性を有しているはずなのに、そのような企業価値向上の機会を無条件で見過ごすことになるのである。従って、負債時価評価非適用下における楽観シナリオでは、高めに計算される WACC により投資判断を見誤る可能性が出てきてしまうことになる。

それでは逆に悲観シナリオでの負債時価評価適用下の WACC と非適用下の WACC を比較してみたい。計算根拠の前提となる諸計数は楽観シナリオと同じ数字を使用するものとし、あくまで機会的に WACC を算出してみたい。(ちなみに、悲観シナリオであるので、資本の時価は当然ながら楽観シナリオと比較して減額させ、1,300 億円と仮定している。)

図表 6-8 負債時価評価適用下の悲観シナリオにおける WACC

EQUITYの金額	1,300 十億円
DEBTの金額	950 十億円
Cost of Debt	$\Rightarrow \frac{D}{D+E} \times i \times (1-t) = 0.81\%$ <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin-top: -10px;"> <div style="text-align: center;">\downarrow 0.42</div> <div style="text-align: center;">\downarrow 3.20%</div> <div style="text-align: center;">\downarrow 60.00%</div> </div>
Cost of Equity	$\Rightarrow \frac{E}{D+E} \times \{ R_f + \beta (R_m - R_f) \} = 6.01\%$ <div style="display: flex; justify-content: space-around; margin-top: -10px;"> <div style="text-align: center;">\downarrow 0.58</div> <div style="text-align: center;">\downarrow 2.00%</div> <div style="text-align: center;">\downarrow 8.40%</div> </div>
<div style="font-size: 2em; margin: 10px 0;">↓</div> <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div>Cost of Debt</div> <div>Cost of Equity</div> <div>WACC</div> </div>	
東芝のWACC	$\Rightarrow 0.81\% + 6.01\% = 6.82\%$

図表 6-9 負債時価評価非適用下の悲観シナリオにおける WACC

EQUITYの金額	1,300 十億円					
DEBTの金額	1,200 十億円					
Cost of Debt	⇒	$\frac{D}{D+E}$	×	i	×	$(1-t)$ = 0.92%
		↓		↓	↓	
		0.48		3.20%	60.00%	
Cost of Equity	⇒	$\frac{E}{D+E}$	×	$\{ R_f + \beta (R_m - R_f) \}$		= 5.41%
		↓		↓	↓	
		0.52		2.00%	8.40%	
↓						
		Cost of Debt		Cost of Equity		WACC
東芝のWACC	⇒	0.92%	+	5.41%	=	6.33%

悲観シナリオにおける WACC の計算結果は、負債時価評価適用下で 6.82%、非適用下では 6.33%という結果になった。教科書の教えに倣うのであれば 6.82%をハードルレートの目安として投資判断を行うことになる。この結果から読み取れることは、悲観シナリオにおいて苦境を味わっている事業会社は当然のことながら限られた経営資源を優良の投資案件に注ぎ込まなければならない。しかし、負債時価評価非適用の事業会社はハードルレートが 6.82%ベースから 6.33%ベースに下がっているため、経済的レントを生まない投資案件、すなわち 6.33%から 6.82%の間に存在する投資案件に手を出してしまう可能性が生じてくる。もちろん、ハードルレートという定量的判断だけでは投資判断が働きにくいのは事実ではあるが、限られた時間と資金を扱うのに WACC の計算根拠が曖昧になっているのは致命傷になりかねないと思われよう。

WACC を中心として負債時価評価が事業会社のバランスシートに与える影響を見てきたが、ここで負債時価評価の利用可能性を説くのであれば、それは事業活動に適切な定量的投資判断を寄与することだと考えられる。事業会社は企業価値向上の為、常に投資判断を迫られており、だからこそ適正な投資判断を継続していくのが大事になってくる。仮に負債時価評価非適用下の WACC を使用して投資判断をしていたら、全てとは言わずとも投資判断の幾つかは残念な結果に陥る可能性があると考えられる。

第3節 負債時価評価がもたらすビルトインスタビライザーの構築

負債時価評価の利用可能性として最後に示したいのは「ビルトインスタビライザーの構築」である。本稿では東芝のコーポレートガバナンスを取り上げたが、リーマンショックに係る手許流動性危機など一連の苦境を考えると何かしら改善の余地はあったのではとつい考えてしまう。言い換えれば、負債時価評価非適用の事業会社というのはプロシクリカルレバレッジに傾倒し易くなり、極端な財務活動のアップダウンを繰り返すことになり、最悪のケースではデフォルトというエンディングも出てきてしまう。最悪のエンディングを生み出すような事業活動の boom&burst を回避するためにも、コーポレートガバナンスにおけるリスクモニタリング機能の強化を目指すことを念頭に負債時価評価を取り入れることが大事ではないかと考えている。違う言い方をすれば、現状のコーポレートガバナンスではプロシクリカルレバレッジを回避する手立てが乏しいため、負債時価評価を切り口とした施策が必要だということである。

東芝を含めた多くの事業会社は定量目標指数をベースに様々な経営判断を下しており、その定量目標のなかには当然ながら財務関連指標である D/E レシオや自己資本比率が含まれている。加えて、社内における投資判断の定量目標には WACC をベースにしたハードルレートが用いられることが一般的だという事実もある。負債時価評価を適用することで財務活動から生み出される「極端」を排除し、事業活動におけるより適正な投資判断が働くようになる。負債時価評価をベースにした経営目標指標や財務関連指標というのは、ビルトインスタビライザーとしてコーポレートガバナンスを支える機能になり、結果として創出されるリスクモニタリング機能の強化こそが負債時価評価が作り出す最大の利用可能性ではないかと考えられる。

東芝の現状を言えば、プロシクリカルレバレッジにおける burst から未だ上昇しきれておらず、限られた経営資源を注ぎ込んだ新規投資案件も足許の経営環境を強く支えるほどの影響は感じられない。東芝の DNA である探求と情熱に再び火を灯すためには、目先の成功に焦るのではなく、財務活動の極端を排除して適正な投資判断を継続させることが大事になってくるはずである。そのようなメッセージを財務経理の立場から敢えて発信させて頂けるのであれば、ひとつの答えとして負債時価評価の利用可能性というものを推していきたい。

第7章 おわりに

負債時価評価は様々な議論が存在する分野であり、一般的には否定的に見る向きが多いと思われる。本稿では、負債時価評価に係る議論を「負債時価評価自体の存在意義」と「財務表現手法に係る会計上の議論」の二つに分離し、負債時価評価自体が持つ利用可能性に焦点を当ててみた。

本稿における問題意識の根底にあるのはコーポレートガバナンスにおけるリスクモニタリング機能の課題であり、企業金融の視点から「ビルトインスタビライザー」たるリスクモニタリング機能強化を図ることができないかという筆者自身の想いである。リーマンショックを契機とした激動のなかで、どうして東芝だけが凄まじいCDS料率高騰を招いてしまったのだろうか。最悪の状況が発生する前に財務活動や営業活動の意思決定に効率よく働きかけるメカニズムを自身は模索・検討し続け、そのなかで生み出されたひとつの結論が負債時価評価である。負債時価評価は「苦境時の益増し効果」を期待するものではなく、企業経営における定量的判断をファインチューンするものであると主張したい。勿論、負債時価評価を財務的表現手法としてどのように扱うかは議論の余地が残されているが、それは会計における退化と進化のシクリカルプロセスの過程であると言えよう。負債時価評価を定量的判断に組み込ませることにより、自社の立ち位置が明瞭化され、結果としてリスクモニタリングが強化されたうえでのビルトインスタビライザー構築が実現にむかうと自身は考えている。企業金融の現場が目指すのは、企業経営から経済的レントを阻害する意思決定を排除することである。そのためにも適切な定量的判断を準備することが不可欠であり、負債時価評価の導入が必要になってくると自身は考えている。

本稿は自身における8年間の「東芝人生」を詰め込んだものである。リーマンショックの激動を切り抜けた東芝の「過去と現在」を公表情報ベースにて書き纏め、そこから生み出された課題意識を負債時価評価の議論を通じて表現してきたつもりである。東芝には今一度、田中久重と藤岡市助が築き上げた「探求と情熱のDNA」を復活させて欲しい。もし、企業金融の立場から東芝のモノづくりに貢献できるのであれば、それは企業経営の意思決定に適切な影響を与えることであり、自分はその結論を負債時価評価の利用可能性に見出したのである。東芝は世界を脅かせる技術と可能性を持っているはずであり、将来の成功に向けて邁進している東芝を後押しするためにも、自分は企業金融の視点から「負債時価評価の利用可能性」を東芝に推していきたい。

微力であろうとも、自身が抱くような東芝への想いが東芝を強くするはずであり、日本モノづくりの再興にも繋がってくると自分は信じている。本稿は、東芝の飛躍を強く信じる自分が「感謝の気持ち」として東芝に伝えるラストメッセージであり、いつの日か東芝が世界に再び驚きをもたらすことを夢見て本稿を結びたい。

参考文献

1. 秋葉賢一、「資本の時価評価」『企業会計』vol.62、2010年
2. 岩村充、「企業金融講義」、東洋経済新報社、2005年
3. 池尾和人、「ワークショップの模様「金融商品の全面公正価値評価と会計情報の有用性」」『日本銀行金融研究所/金融研究』、2002年
4. 石田正・中澤進、「包括利益経営」、日経BP社、2010年
5. 斎藤静樹、「会計基準の研究」、中央経済社、2009年
6. 佐藤司、「企業ALMの理論と実務」、社団法人金融財政事情研究会、2007年
7. 東京財団政策研究、「日本のIFRS（国際財務報告基準）対応に関する提言」、2010年
8. 徳賀芳弘、「公正価値会計の行方 パラダイム転換の分岐点としての金融負債の公正価値評価」『企業会計』vol.62、2010年
9. 西川郁生、「時価評価の論点」『企業会計』vol.62、2010年
10. 「東芝 投資家情報(IR)」『株式会社東芝 ホームページ』
<http://www.toshiba.co.jp/about/ir/>
11. Adrian, T., and H. S. Shin, “Liquidity and Leverage, ” unpublished working paper, <http://www.princeton.edu/hsshin/www/LiquidityLeverage.pdf>, 2008
12. Akerlof, G. A. and R. J. Shiller, *Animal Spirits* (Princeton University Press, 2009); 山形活生訳『アニマルスピリット』、東洋経済新報社、2009年
13. Basel Committee on Banking Supervision, Comments on the IAS 39 fair value option proposal, 2004

14. Brealey, R. A. , S.C.Myers and F.Allen, *Principles of Corporate Finance* (The McGraw-Hill Companies, Inc. 1981); 藤井眞理子・国枝繁樹訳『コーポレート・ファイナンス』、日経 BP 社、1981 年
15. Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Standards No. 159, <http://www.fasb.org>, 2008